



# UNIVERSIDADE DO ALGARVE

## *Relevância do Resultado Integral: caso da Euronext Lisbon*

Maria José Neto Martins Rocha da Veiga

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em Contabilidade

2014

# UNIVERSIDADE DO ALGARVE

## *Relevância do Resultado Integral: caso da Euronext Lisbon*

Maria José Neto Martins Rocha da Veiga

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em Contabilidade

**Trabalho efetuado sob a orientação de:**

Doutor Joaquim Sant'Ana Fernandes  
Mestre Cristina Isabel Ramos Gonçalves

2014

# *Relevância do Resultado Integral: caso da Euronext Lisbon*

## Declaração de autoria de trabalho

Declaro ser a autora deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Assinatura:

*Copyright* em nome de Maria José Neto Martins Rocha da Veiga.

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicitar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

## **AGRADECIMENTOS**

A concretização desta investigação não seria possível sem a colaboração de várias pessoas, às quais quero expressar os meus sinceros agradecimentos.

Em primeiro lugar, quero agradecer aos orientadores deste trabalho, Professor Doutor Joaquim Sant'Ana Fernandes e à Professora Dra. Cristina Isabel Ramos Gonçalves, pela dedicação, disponibilidade, pelas críticas e sugestões que se tornaram essenciais na orientação desta investigação.

Finalmente, aos meus pais, à minha avó, aos meus filhos e netos e, ainda, ao marido e colega, pela paciência, compreensão e apoio que sempre me transmitiram ao longo desta etapa.

**ÍNDICE GERAL**

<b>ÍNDICE GERAL .....</b>	<b>V</b>
<b>LISTA DE FIGURAS .....</b>	<b>VI</b>
<b>LISTA DE QUADROS .....</b>	<b>VII</b>
<b>LISTA DE ABREVIATURAS .....</b>	<b>VIII</b>
<b>RESUMO .....</b>	<b>IX</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>X</b>
<b>CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO 2. REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>4</b>
<b>2.1 ENQUADRAMENTO DO TEMA .....</b>	<b>4</b>
<b>2.2 ENQUADRAMENTO NORMATIVO .....</b>	<b>9</b>
<b>2.3 ESTUDOS EMPÍRICOS .....</b>	<b>17</b>
<b>CAPÍTULO 3. ESTUDO EMPÍRICO .....</b>	<b>21</b>
<b>3.1 OBJETIVOS DO ESTUDO E HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO .....</b>	<b>21</b>
<b>3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA .....</b>	<b>22</b>
<b>3.3 VARIÁVEIS E ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS .....</b>	<b>23</b>
<b>3.4 ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS .....</b>	<b>31</b>
<b>CAPÍTULO 4. RESULTADOS .....</b>	<b>32</b>
<b>4.1 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA .....</b>	<b>32</b>
<b>4.2 RESULTADO INTEGRAL .....</b>	<b>37</b>
<b>4.3 VALOR DE MERCADO .....</b>	<b>41</b>
<b>CAPÍTULO 5. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E CONCLUSÕES .....</b>	<b>46</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>50</b>
<b>APÊNDICE 1 – LISTAGEM DAS ENTIDADES COTADAS .....</b>	<b>54</b>
<b>APÊNDICE 2 – TESTES DE ROBUSTEZ DO MODELO RESULTADO INTEGRAL .....</b>	<b>56</b>
<b>APÊNDICE 3 – TESTES DE ROBUSTEZ DO MODELO VALOR DE MERCADO .....</b>	<b>58</b>

## LISTA DE FIGURAS

Figura n.º 4.1 – Sector de atividade das entidades da amostra.....	32
Figura n.º 4.2 – Rendimento Integral.....	33
Figura n.º 4.3 – Itens de outros resultados integrais .....	34
Figura n.º 4.4 – Evolução da composição do rendimento integral .....	35
Figura n.º 4.5 – Política de apresentação dos resultados.....	35
Figura n.º 4.6 – Declara RI na DACP.....	36
Figura n.º 4.7 – Itens de RI declarados na DACP.....	37

## LISTA DE QUADROS

Quadro 2.1 - Diferenças na aplicação do resultado líquido .....	7
Quadro 2.2 - Conceitos e critérios de reconhecimento de rendimentos e gastos .....	8
Quadro 2.3 – Normas relacionadas com o resultado integral (síntese histórica) ...	10
Quadro 2.4 – Conjunto completo de demonstrações financeiras .....	13
Quadro 3.1 - Resumo das variáveis explicativas – 1ª hipótese .....	25
Quadro 3.2 - Resumo das variáveis explicativas – 2ª hipótese .....	29
Quadro 4.1 - Composição dos ORI .....	33
Quadro 4.2 - Correlações RI e variáveis independentes .....	39
Quadro 4.3 - Apresentação dos resultados da 1ª hipótese .....	40
Quadro 4.4 - Correlações valor de mercado e variáveis independentes .....	43
Quadro 4.5 - Apresentação dos resultados da 2ª hipótese .....	44

**LISTA DE ABREVIATURAS**

CE	Comissão Europeia
CP	Capital Próprio
DACP	Demonstração das alterações no capital próprio
DF	Demonstrações Financeiras
DR	Demonstração dos Resultados
EBIT	<i>Earnings before interest and taxes</i>
EUA	Estados Unidos da América
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IBEX	<i>Iberia Index</i>
ICB	<i>Industry Classification Benchmark</i>
ISIN	<i>International Securities Identification Number</i>
JV	Justo valor
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
ORI	Outros Resultados Integrais
RI	Resultado Integral
RL	Resultado Líquido
ROE	<i>Return On Equity</i>
SFAS	<i>Statement of Financial Accounting Standards</i>
UE	União Europeia



## RESUMO

Com a publicação do Regulamento (CE) N.º 1274/2008 as entidades com valores cotados em bolsas da União Europeia são obrigadas a apresentar uma demonstração dos resultados integral. Tendo como base os pressupostos subjacentes das teorias positiva e normativa da contabilidade pretendeu-se (1) determinar quais as variáveis contribuem significativamente para esse resultado e (2) em que medida o valor de mercado das entidades incorpora a informação do resultado integral. Considerou-se como objeto da investigação uma amostra de 36 entidades com valores mobiliários cotados na *Euronext Lisbon*, entre 2008 e 2013. Definiu-se os modelos de regressão linear adequados a dados em painel balanceado subjacentes a cada uma das hipóteses consequentes dos objetivos definidos. Os resultados da estimação permite constatar que estão significativamente associadas ao resultado integral as variáveis *Earnings before interest and taxes*, resultado de financiamento, impostos, reservas de conversão cambial e outras variações de capital próprio. Também se verificou a relevância do resultado integral como variável explicativa do valor de mercado das empresas com destaque, para além das componentes do resultado líquido, outras variações de capital próprio como as reservas de conversão cambial, as variações de justo valor (jv) de itens cobertos e as variações dos investimentos financeiros.

Considera-se que este estudo contribui para o reforço dos argumentos que exigem a apresentação do resultado integral como informação relevante para melhor perceção da situação económica e financeira das entidades em detrimento do resultado líquido.

Palavras-chave: Resultado Integral, Resultado Líquido, Relevância, *Euronext Lisbon*.

## ABSTRACT

With the publication of Regulation (CE) No 1274/2008, entities with securities listed on European Union grants are required to submit a statement of comprehensive income. Based on the assumptions underlying the positive and normative theories of accounting, it was intended to (1) determine which variables contribute significantly to this result and (2) the extent to which the market value of the entities incorporates the information of the comprehensive income. The object of the research was a sample of 36 entities with securities listed on *Euronext Lisbon* between the years of 2008 and 2013. We defined the linear regression models appropriate to data in balanced panel, underlying each of the resulting hypotheses of defined objectives. The estimation results reveals the existence of a significant association with comprehensive income the variables *Earnings before interest and taxes*, financing expenses, taxes, currency translation reserves and other changes in equity. It was also found the relevance of comprehensive income as a variable explanatory of the market value of companies, highlighting, in addition to the components of net income, other changes in equity, as currency translation reserves, the changes in fair value (fv) hedged items and the changes of the financial investments.

It is considered that this study contributes to the enhancement of the arguments that require the presentation of comprehensive income as relevant information to better perception of the economic and financial situation of the entities at the expense of net income.

Keywords: Comprehensive Income, Net Income, Relevance, *Euronext Lisbon*.

## CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO

Este trabalho de dissertação é a etapa final para a conclusão do grau de mestre em contabilidade na Faculdade de Economia da Universidade do Algarve com o tema “*Relevância do Resultado Integral: caso da Euronext Lisbon*”.

Esta temática, cuja discussão se iniciou nos Estados Unidos da América (EUA), na década de 80/90, do século passado, adquiriu uma atualidade por força da decisão da Comissão Europeia (CE) em adotar (Regulamento (CE) N.º 1274/2008, de 17 de dezembro de 2008) a revisão à *International Accounting Standards* (IAS) 1 – Apresentação das Demonstrações Financeiras, publicada pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) em 6 de setembro de 2007.

Com a referida alteração o conceito de um conjunto completo de demonstrações financeiras passou a incluir na demonstração dos resultados (DR) o resultado integral (RI).

A ampliação da informação a apresentar e divulgar proposta pelo IASB e adotada pela Comissão Europeia refletiu-se nos Relatórios e Contas das entidades que aplicam o referencial *International Accounting Standards Board*/União Europeia (IASB/UE), a partir do período de 2009 (inclusive).

A motivação desta investigação erradica na atualidade do tema e na ausência de estudos empíricos sobre o mesmo que incidam sobre as entidades nacionais, apesar de existirem diversos trabalhos realizados a nível europeu, pelo que se espera que este estudo desperte o interesse para aprofundar a investigação da temática no nosso País.

A investigação a desenvolver suporta-se nos postulados da teoria normativa da contabilidade e na teoria positiva de Watts e Zimmerman (1990).

A abordagem normativa enquadra a análise e integração dos conceitos e elementos do resultado integral, na perspetiva das recomendações das entidades reguladoras. A abordagem positiva da contabilidade suporta a hipótese de que determinada informação ou prática contabilística tem impactos na esfera económica e financeira e, desta forma, pretende explicar o porquê de sua utilização pelas empresas.

A abordagem positiva teve a sua origem com os trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) que consideram que os mercados de capitais são eficientes e imparciais e que a informação é útil na formação dos preços das ações, assim o mercado irá ajustar os preços das ações a essa informação de forma rápida e sem deixar qualquer oportunidade de ganho anormal. Apoiando-se em princípios da teoria económica, o ponto de partida é a ideia de que os indivíduos agem basicamente em função de interesses pessoais, procurando maximizar seu bem-estar.

As práticas e informação contabilística são influenciadas, quer pelo enquadramento normativo, quer pelas políticas de apresentação e divulgação. Neste contexto pretende-se com o presente estudo atingir os seguintes objetivos:

- Determinar as rubricas que contribuem significativamente na constituição do resultado integral.

Para atingir este objetivo considerou como variável dependente o resultado integral e as variáveis explicativas foram agrupadas em dois vetores: componentes de resultado líquido e componentes de resultado integral.

- Em que medida o valor de mercado das entidades incorpora, de forma diferenciada, a informação do resultado integral.

No sentido de alcançar este objetivo considerou-se como variável dependente o valor de cotação das ações e as variáveis explicativas foram agrupadas em três vetores: componentes de resultado líquido, componentes de resultado integral e variáveis de controlo relacionada com a entidade.

Atendendo a que o objeto de estudo são as entidades com títulos sujeitos a negociação na *Euronext Lisbon*, em 2013, a informação necessária foi recolhida dos relatórios e contas divulgada no sítio da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários e no sítio <https://europeanequities.nyx.com/pt-pt/products/equities/>, no período 2008-2013. Elegeu-se o período a partir de 2008 porque, apesar do Regulamento (CE) N.º 1274/2008, de 17 de dezembro de 2008 só ser de aplicação obrigatória a partir de 2009 (inclusive), permitia a sua aplicação mais cedo.

Este trabalho, para além da presente introdução, é composto por mais 4 capítulos.

O capítulo dois, relativo à revisão da literatura, proporciona uma síntese do enquadramento histórico, teórico e normativo relativo ao resultado integral. Refere-se, também, diversos estudos empíricos sobre esta matéria. O 3.º capítulo, denominado de estudo empírico, apresenta o universo, amostra, metodologia, as variáveis, bem como o tratamento dos dados com recurso a técnicas estatísticas paramétricas e não paramétricas. O 4.º capítulo evidencia os resultados da investigação empírica e a discussão sobre os mesmos. No último capítulo apresenta-se as limitações da investigação, linhas de investigação futuras, assim como as respetivas conclusões.

## CAPÍTULO 2. REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 Enquadramento do tema

O conceito de “resultado integral” teve origem nos EUA nas décadas de 80 e 90 quando as críticas dos utilizadores levaram alguns organismos, nomeadamente o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), a *Association for Investment Management and Research* e o *American Institute of Certified Public Accountants* a considerar que as Demonstrações Financeiras para serem mais relevantes e fiáveis para os investidores, deveriam passar os *dirty surplus* (itens que são ajustados ao capital próprio sem passar pela demonstração dos resultados) para *clean surplus* e serem divulgados na DR e não nas demonstrações de alterações no capital próprio.

Consequentemente, o conceito de resultado integral (*comprehensive income*) foi introduzido pela publicação do FASB *Concepts N.º 3 – Elements of Financial Statements of Business Enterprises* (substituído posteriormente pelo *FASB Concepts Statements N.º 6 – Elements of Financial Statements*). A divulgação obrigatória foi introduzida pela *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) 130* de 1997.

A nível da União Europeia (UE) só despertou interesse quando foi necessário aplicar às contas consolidadas das empresas com títulos admitidos em bolsa da UE as normas emitidas pelo IASB, a partir de 2005, por força da publicação do Regulamento (CE) N.º 1606/2002, de 19 de julho de 2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002.

Diversos estudos teóricos sobre a contabilidade e a sua evolução surgiram nos EUA, sendo de destacar a obra “*Accounting Theory*”, que teve a sua primeira edição em 1965

(Hendriksen e Breda, 1991). Nesta obra são destacados dois resultados: o operacional proveniente da produção da própria empresa e o resultado integral adotado pelo FASB.

Na sua obra Hendriksen e Breda (1991) mencionam que, entre os economistas, Adam Smith foi o primeiro a definir resultado como a quantia que pode ser consumida sem prejudicar o capital circulante. Já Hicks (1946) definiu resultado como a “quantia que uma pessoa pode consumir durante um período de tempo, estando essa pessoa tão bem no final do período como estava no início”.

O conceito de resultado integral assenta na ideia de que este representa a diferença do valor económico de uma entidade, entre dois momentos consecutivos, corrigidos pelas entradas ou retiradas de fundos por parte dos proprietários. Este conceito de resultado inclui todos os itens que afetam o capital próprio da empresa durante o período, com exceção dos dividendos e das operações realizadas pelos investidores. Representa uma evolução do conceito de resultado baseado na diferença entre rendimentos e gastos para um conceito patrimonial suportado na diferença em capitais próprios entre dois períodos.

Solomons (1961) efetuou estudos sobre a mensuração do resultado económico baseando-se nos conceitos de Hicks (1946), em que na avaliação do capital próprio considera a capitalização dos recebimentos líquidos futuros esperados, enquanto o resultado contabilístico requer avaliação dos ativos com base no custo histórico. Assim para Solomons (1961) o lucro económico aparece quando existe um incremento do valor capitalizado. Ohlson (1995) também contribuiu para os avanços sobre os estudos teóricos da contabilidade e o resultado integral ao testar empiricamente a relação entre valor contabilístico, valor de mercado, ganhos totais e dividendos.

O conceito de resultado contabilístico integra as características filosóficas presentes nos conceitos económicos de lucro, capital e manutenção do capital ou da riqueza. Numa avaliação económica de uma entidade podem existir ganhos e perdas que ainda não foram realizados, mas com uma probabilidade quase certa de ocorrência e mensuráveis, são variações patrimoniais que não dizem respeito aos acionistas mas à entidade. São exemplos as reavaliações de ativos, alterações na moeda funcional e alterações em fundos de pensões. Na teoria económica deve ser considerado, além do resultado da parte operacional, as alterações do capital que foram efetuadas durante o exercício, logo, ao somar ao resultado líquido as outras alterações patrimoniais (reconhecidas em capitais próprios), exceto se relacionadas com os proprietários, chega-se ao conceito de resultado integral.

O conceito de resultado e a sua relevância também encontra resposta em duas das principais teorias sobre a evolução do conceito de empresa: A teoria do proprietário, onde é muito importante o conceito de propriedade residual, e a teoria da entidade, onde os dividendos e o relato financeiro para o exterior constituem um elemento essencial, de informação para os investidores.

Pode-se associar a teoria do proprietário a pequenas empresas em que o proprietário se confunde com a empresa como se fossem o complemento um do outro enquanto na teoria da entidade há uma separação distinta das atividades empresariais e dos interesses pessoais dos proprietários, através de parcelas do seu capital, em relação à entidade que tem personalidade própria.

Conforme se expõe no quadro 2.1, a “visão” sobre o resultado líquido suporta-se na teoria que lhe subjaz (do proprietário ou da entidade):



Quadro 2.1 – Diferenças na aplicação do resultado líquido

Teoria do Proprietário	Teoria da Entidade
<p>O resultado líquido representa a diferença entre rendimentos e gastos e é adicionado diretamente ao proprietário.</p> <p>Os dividendos representavam retiradas de capital porque os lucros acumulados são parte do proprietário.</p>	<p>A entidade é avaliada pela capacidade de acrescentar valor e pelo grau de solvência, entre outras formas de avaliação.</p> <p>Os lucros do negócio são da entidade, até que seja feita a distribuição aos acionistas individuais sob a forma de dividendos Holanda (2001) e Martins (2005).</p> <p>O direito dos acionistas é quantificado pela avaliação dos ativos investidos mais o valor acrescentado (lucros reinvestidos e reavaliações subsequentes de ativos).</p>

Fonte: Execução própria

Pelo Quadro 2.1 verifica-se que a aplicação do resultado líquido (RL) é muito diferente nas duas teorias, pelo que a sua divulgação “ganha” uma importância acrescida no contexto da teoria da entidade. Assim, o resultado divulgado pelas entidades deve ser o mais fiável e relevante para os investidores.

Atendendo que a demonstração financeira que evidencia o resultado é a demonstração dos resultados, apresentando para o efeito os rendimentos e os ganhos do período, e considerando que a *Conceptual Framework for Financial Reporting* (adiante referida resumidamente como Estrutura Conceptual) define rendimentos e ganhos como todas as variações no capital próprio, não relacionadas com os detentores de capital, conforme se evidencia no quadro 2.2, deverão as entidades fornecer essa informação não contida nos resultados.

Quadro 2.2 – Conceitos e critérios de reconhecimento de rendimentos e gastos

Elementos	Conceitos	Crítérios de reconhecimento
Rendimentos	Aumentos nos benefícios económicos durante o período contabilístico na forma de obtenção ou melhorias de ativos ou diminuições de passivos que resultem em aumentos do capital próprio, que não sejam os relacionados com as contribuições dos sócios ou acionistas.	Houve um aumento dos benefícios económicos futuros relacionados com um aumento de ativos ou uma diminuição de passivos e o seu valor pode ser determinado com fiabilidade.
Gastos	Diminuições nos benefícios económicos futuros durante o período contabilístico na forma de utilização ou de redução de ativos ou da contração de passivos que resultem em diminuições de capital próprio, que não sejam as relacionadas com as distribuições aos sócios ou acionistas.	Houve uma diminuição dos benefícios económicos futuros relacionados com uma diminuição de ativos ou um aumento de passivos e o seu valor pode ser determinado com fiabilidade.

Fonte: *Conceptual Framework* (2010)

Assumindo o resultado à luz dos conceitos definidos na referida Estrutura Conceptual e considerando as IAS que determinadas operações, ou outros acontecimentos, com impacto no capital próprio, mas não relacionadas com os detentores de capital, devem ser reconhecidas em capital próprio, pode-se afirmar que o resultado decorre, quer de operações reconhecidas em resultados, quer de operações reconhecidas em capital próprio. Deste modo, o RI corresponde ao resultado decorrente de operações reconhecidas em capitais próprios não relacionadas com os detentores de capital, acrescido do resultado líquido do período. Esta visão foi acolhida pela IAS 1, conforme se expõe no capítulo seguinte.

## 2.2 Enquadramento normativo

A publicação do Regulamento (CE) N.º 1606/2002 teve como objetivo a adoção das normas internacionais de contabilidade<sup>1</sup> na Comunidade Europeia, com vista a harmonizar as informações financeiras apresentadas pelas sociedades com valores mobiliários admitidos à cotação em mercado regulamentado da UE, por forma a assegurar um elevado grau de transparência e de comparabilidade das demonstrações financeiras (DF) e um funcionamento eficiente do mercado de capitais da Comunidade e do mercado interno.

Sendo Portugal membro da UE naturalmente que o Regulamento (CE) N.º 1606/2002 é de aplicação direta. Assim, as entidades que são obrigadas a apresentar contas no espaço nacional e atendam aos critérios do referido regulamento aplicam o referencial IASB/UE.

Como se referiu, a temática em estudo é relativa ao resultado integral, matéria que está contemplada na IAS 1.

Esta norma desde a sua primeira publicação (1975) já foi objeto de diversas alterações.

O IASB, consistentemente com os procedimentos inerentes à proposta de alteração de uma dada norma, inicia o processo de alteração colocando a discussão pública um *Exposure Draft*, ao qual é atribuído o código E seguido de um número identificativo, este documento pode dar origem ao texto final da norma como a outro (ED) sujeito

---

<sup>1</sup> “Para efeitos do presente regulamento, por “normas internacionais de contabilidade” entende-se as *International Accounting Standards*, - IAS (normas internacionais de contabilidade - NIC), as *International Financial Reporting Standards*, (normas internacionais de informação financeira-NIIF) e interpretações conexas (interpretações do SIC-IFRIC), as alterações subsequentes a essas normas e interpretações conexas e as futuras normas e interpretações conexas emitidas ou adotadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB).” (artigo 2.º, Regulamento (CE) N.º 1606/2002).

novamente a discussão pública. Após a aprovação da alteração da norma esta pode entrar imediatamente em vigor ou em data posterior.

No quadro 2.3 evidencia-se as etapas mas relevantes conexas com as matérias tratadas na IAS 1.

Quadro 2.3 – Normas relacionadas com o resultado integral (síntese histórica)

Normas	Aplicação
março 1974	<i>Exposure Draft E1</i> Divulgação de Políticas Contabilísticas.
janeiro 1975	IAS 1 Divulgação de Políticas Contabilísticas.
junho 1975	E5 Informações a divulgar nas Demonstrações Financeiras.
outubro 1976	IAS 5 Informações a divulgar nas Demonstrações Financeiras.
julho 1978	E14 Ativo Circulante e Passivo Circulante.
novembro 1979	IAS 13 Apresentação do Ativo Circulante e Passivo Circulante.
1994	IAS 1, IAS 5 e IAS 13 foram reformuladas.
julho 1996	E53 Apresentação das Demonstrações Financeiras.
agosto 1997	IAS 1 (1997) Apresentação das Demonstrações Financeiras - substituiu as IAS 1 (1975), IAS 5 (1976) e IAS 13 (1979). Esta alteração implicou também alterações em outras normas cuja temática tem implicações na apresentação da informação. Esta alteração teve como objetivo a sua consistência com a Estrutura Conceptual e melhorar a qualidade das demonstrações financeiras apresentadas conforme as IAS. Nesse sentido introduz, indo de encontro às exigências dos utilizadores de informação relativa ao resultado integral, uma nova demonstração. Esta demonstração podia ser apresentada como uma reconciliação «tradicional» de capital próprio em forma de coluna ou como uma demonstração autónoma de desempenho.

Normas	Aplicação
18 de dezembro de 2003	<p>Versão revista da IAS 1, emitida pelo IASB.</p> <p>A IAS 1 revista exige a apresentação de uma demonstração de alterações no capital próprio como componente separado das demonstrações financeiras de uma entidade. A apresentação de informação sobre alterações no capital próprio resultantes de transações com detentores de capital próprio agindo nessa qualidade (incluindo distribuições a detentores de capital próprio) devia ser evidenciada na face da demonstração ou nas notas. Uma entidade devia seguir o mesmo formato na demonstração de alterações no capital próprio intercalar que seguiu na demonstração anual mais recente.</p>
1 de janeiro de 2005	Produção de efeitos da IAS 1 (revisto em 2003).
18 de agosto de 2005	<p>IAS 1 alterada para adicionar divulgações sobre o capital próprio.</p> <p>As entidades divulgarão informações que permitam aos utilizadores das suas demonstrações financeiras avaliar os objetivos, políticas e processos da sua gestão do capital.</p> <p>Informações qualitativas sobre os seus objetivos, políticas e processos de gestão do capital, incluindo, sem a elas se limitar, as seguintes: Uma descrição dos elementos abrangidos pela gestão do capital; caso a entidade esteja sujeita a requisitos de capital impostos externamente, a natureza desses requisitos e a forma como são integrados na gestão de capital; e a forma como atinge os seus objetivos em matéria de gestão de capital.</p>
16 de março de 2006	Projeto de exposição de emendas propostas à IAS 1 Apresentação de Demonstrações Financeiras - A apresentação revista.
01 de janeiro de 2007	Obrigações de aplicar as divulgações sobre capital próprio.
06 de setembro de 2007	<p>Revisão da IAS 1, emitida.</p> <p>A IAS 1 revista altera alguns dos requisitos aplicáveis à apresentação de demonstrações financeiras e passa a exigir algumas informações adicionais, em determinadas circunstâncias. Esta alteração implicou alterações em outras normas cuja temática se relaciona com a apresentação. A IAS 1 revista substitui a norma internacional de contabilidade (IAS) 1, «Apresentação de Demonstrações Financeiras», revista em 2003, conforme alterada em 2005. Tornou obrigatória a apresentação a demonstração de rendimento integral, onde se evidencia as alterações de capital próprio que não relacionadas com os proprietários.</p>
01 de janeiro de 2009	Revisão da IAS 1 é efetiva para períodos anuais com início em 1 de janeiro de 2009. A adoção antecipada é permitida.

Normas	Aplicação
16 de junho de 2011	Alterada a forma de apresentação dos itens dos Outros Resultados Integrais O objetivo das emendas à IAS 1 é esclarecer a apresentação do crescente número de rubricas de outro rendimento integral e ajudar os utentes das demonstrações financeiras a distinguirem, de entre essas rubricas de outro rendimento integral, aquelas que podem ser posteriormente reclassificadas nos resultados e aquelas que nunca poderão sê-lo.
17 de maio de 2012	Esclarecimento dos requisitos para informações comparativas.

Fonte: Execução própria

Conforme se aduz pelo quadro 2.3. a IAS 1 sofreu constantes aperfeiçoamentos para definir os critérios e requisitos de apresentação e divulgação das operações e outros acontecimentos ocorridos durante um determinado período. Assim, esta norma tem como objetivo prescrever a base para apresentação de demonstrações financeiras de finalidades gerais, a fim de assegurar a comparabilidade, quer com as próprias demonstrações financeiras de períodos anteriores da empresa, quer com as demonstrações financeiras de outras empresas. Para conseguir este objetivo esta Norma desenvolve considerações globais para a apresentação e para a estrutura e define, ainda, as exigências mínimas para o conteúdo das demonstrações financeiras. O reconhecimento, a mensuração e a divulgação de transações e acontecimentos específicos são tratados noutras IAS.

Esta Norma deve ser aplicada na apresentação de todas as demonstrações financeiras de finalidades gerais preparadas e apresentadas de acordo com as IAS.

Os objetivos definidos pela IAS 1 entendem-se face à finalidade das demonstrações financeiras definidos na Estrutura Conceptual, vindo este documento a referir que o objetivo das demonstrações financeiras é o de proporcionar informação acerca da

posição financeira, do desempenho e de fluxos de caixa de uma entidade que seja útil a uma vasta gama de utentes na tomada de decisões.

Sendo o desempenho medido pelo resultado obtido pela entidade num determinado período, de acordo com a Estrutura Conceptual, esta informação é necessária a fim de os utilizadores poderem avaliar as alterações nos recursos económicos que a entidade espera controlar no futuro e prever a capacidade para gerar fluxos de caixa a partir dos recursos existentes. Como se expôs anteriormente, o resultado de uma entidade inclui também o resultado integral.

Atendendo ao exposto a IAS 1 veio a redefinir o que se deve entender por um conjunto completo de demonstrações financeiras, conforme se expõe no quadro seguinte:

Quadro 2.4 – Conjunto completo de demonstrações financeiras

Regulamento (CE) n.º 1126/2008 da Comissão	Regulamento (CE) n.º 1274/2008 da Comissão
<p>“Um conjunto completo de demonstrações financeiras inclui:</p> <p>a) um balanço;</p> <p>b) uma demonstração dos resultados;</p> <p>c) uma demonstração de alterações no capital próprio que mostre ou:</p> <p>i) todas as alterações no capital próprio, ou</p> <p>ii) as alterações no capital próprio que não sejam as provenientes de transações com detentores de capital próprio agindo na sua capacidade de detentores de capital próprio;</p> <p>d) uma demonstração dos fluxos de caixa; e</p> <p>e) notas, compreendendo um resumo das políticas contabilísticas significativas e outras notas explicativas.” “§ 8, NCRF 1).</p>	<p>“Um conjunto completo de demonstrações financeiras inclui:</p> <p>(a) uma demonstração da posição financeira no final do período;</p> <p><b>(b) uma demonstração do rendimento integral do período;</b></p> <p>(c) uma demonstração de alterações no capital próprio do período;</p> <p>(d) uma demonstração dos fluxos de caixa do período;</p> <p>(e) notas, compreendendo um resumo das políticas contabilísticas significativas e outras informações explicativas; e</p> <p>(f) uma demonstração da posição financeira no início do período comparativo mais antigo quando uma entidade aplica uma política contabilística retrospectivamente ou elabora uma reexpressão retrospectiva de itens nas suas demonstrações financeiras, ou quando reclassifica itens nas suas demonstrações financeiras.” (§ 10, NCRF 1)</p>

A razão porque se reproduz o contemplado em regulamento, em detrimento da versão constante na IAS 1, deve-se às razões já referidas, de serem as normas adotadas pela

Comissão Europeia e emitidas em regulamento que obriga às entidades com valores cotados em bolsa da UE, que constituem o objeto da presente investigação<sup>2</sup>.

Selecionou-se estes dois regulamentos porque o Regulamento (CE) n.º 1126/2008 da Comissão corresponde à 1.ª versão consolidada de todos os regulamentos que alteram o primeiro regulamento que aprovou as normas validas no espaço UE, sendo por isso o regulamento base do referencial IASB/UE. A seleção do Regulamento (CE) N.º 1274/2008 por constituir o regulamento que adotou a alteração à IAS 1, que obriga à apresentação da demonstração do resultado integral.

A IAS 1 dá a possibilidade à entidade de selecionar entre duas políticas de apresentação no que concerne à demonstração dos resultados integral, nos termos em que se reproduz,

... Uma entidade deve apresentar todos os itens de rendimentos e de gastos reconhecidos num período:

- (a) numa única demonstração do rendimento integral; ou
- (b) em duas demonstrações: uma demonstração que mostre componentes dos lucros ou prejuízos (demonstração dos resultados separada) e uma segunda demonstração que comece com os lucros ou prejuízos e mostre componentes de outro rendimento integral (demonstração do rendimento integral). (§ 81, IAS 1; Regulamento (CE) N.º 1274/2008).

---

<sup>2</sup> No entanto esclarece-se que no que se refere à versão da IAS 1 do IASB comparativamente com a que vigora na UE não há diferenças a assinalar.



Vindo o mesmo regulamento a impor, os requisitos mínimos de apresentação em qualquer das opções de apresentação do resultado integral – demonstração do rendimento integral ou demonstração separada.

Como se evidenciou no quadro 2.4 a demonstração do rendimento integral não substitui a demonstração de alterações no capital próprio, que inclui por definição o resultado integral. No entanto no que se refere a este resultado a demonstração de alterações no capital próprio apenas passa a evidenciar,

... o rendimento integral total do período, indicando separadamente as quantias totais atribuíveis a proprietários da empresa-mãe e aos interesses minoritários; (§ 106, IAS 1; Regulamento (CE) N.º 1274/2008).

A revisão à IAS 1, em vigor a partir de 1 de janeiro de 2009, tornou obrigatória a divulgação das alterações financeiras em declaração separada das alterações de capital próprio. Assim todas as alterações ao capital próprio, que não relacionadas com os proprietários, passarem a ser divulgadas na demonstração de rendimento integral. Esta demonstração pode ser apresentada em separado da demonstração de resultado líquido ou numa única demonstração onde conste o resultado líquido, os outros resultados integrais e o consequente total do rendimento integral.

Verifica-se que algumas entidades, que integram a amostra do presente estudo, ainda efetuam parte da divulgação do RI através da demonstração das alterações no capital próprio (DACP).

O Resultado Integral, Resultado Abrangente, Resultado Total ou Resultado Global e que em inglês se designa por *Comprehensive Income*, inclui todas as alterações reconhecidas no capital próprio duma entidade num período, não diretamente

relacionados com os detentores de capital, mais o resultado líquido do período depois de deduzidos os dividendos, isto é:

$$\text{Resultado integral} = \text{resultado líquido} + \text{outros resultados integrais}$$

Os outros resultados integrais (ORI) correspondem às operações que são reconhecidas em capitais próprios e que não estão relacionadas com os investidores, ou seja os rendimentos e gastos (conforme definidos no quadro 2.2) reconhecidos em capitais próprios.

Assim, o resultado integral inclui (IAS 1, 2008)<sup>3</sup>, para além do resultado líquido do período, os seguintes rendimentos e gastos (não refletidos no resultado líquido do período):

- Alterações no excedente de revalorização (IAS 16 Ativos Fixos Tangíveis e IAS 38 Ativos Intangíveis);
- Ganhos e perdas atuariais em planos de benefícios definidos reconhecidos de acordo com o parágrafo 93A da IAS 19 Benefícios dos Empregados;
- Ganhos e perdas resultantes da transposição das demonstrações financeiras de uma unidade operacional estrangeira (IAS 21 Os Efeitos de Alterações em Taxas de Câmbio);
- Ganhos e perdas da remensuração de ativos financeiros disponíveis para venda (IAS 39 Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração);

---

<sup>3</sup> As primeiras rubricas a serem divulgadas separadamente nas Demonstrações dos Resultados, conforme SFAS 130, foram: ajustamentos por conversão da moeda funcional; ganhos e perdas não realizados em investimentos em títulos e valores mobiliários; ajustamentos para a obrigação mínima com fundos de pensão patrocinados pela empresa.

- A parte eficaz dos ganhos e perdas em instrumentos de cobertura numa cobertura de fluxo de caixa (IAS 39);
- Reconhecimento e mensuração para passivos particulares designados como ao justo valor por meio dos resultados, a quantia da alteração no justo valor que seja atribuível a mudanças no risco de crédito do passivo (*International Financial Reporting Standard 9 Financial Instruments*).

## 2.3 Estudos empíricos

Existem diversos estudos sobre este tema e nem todas as conclusões são uniformes, o que pode ser explicado nomeadamente por se centrarem em empresas a operar em zonas geográficas distintas, horizontes temporais diferentes e metodologias diferenciadas.

Os diversos estudos empíricos relativos ao resultado integral têm-se centrado em quatro grandes objetivos: (1) averiguar sobre a experiência na preparação do resultado integral; (2) opção de apresentação do resultado integral; (3) se informação relativa ao resultado integral acrescenta mais poder informativo ao mercado de capitais e (4) análise do impacto do resultado líquido sobre o resultado integral. O presente estudo enquadra-se mais nos dois últimos objetivos. Referem-se diversos trabalhos que contribuíram para melhor conhecimento da relevância do resultado integral e os diversos aspetos com ele relacionados.

Dumitrana, Jianu e Jinga (2010), tendo como base os relatórios anuais de 2008 de 59 empresas europeias, não encontram evidências, que do ponto vista da informação, o RI é mais pertinente que o RL. Analisaram também se as empresas tinham experiência na preparação do RI, chegando à conclusão que em 46 empresas, que aplicavam as IAS, apenas 9 apresentaram declaração do RI. No entanto os estudos de Hirst e Hopkins (1998), tendo por amostra 96 analistas financeiros, concluíram que o RI é mais

transparente quando divulgado fora da DACP. Este estudo é confirmado por Serrat, Gutiérrez e Guerrero (2013) que analisaram empresas *Iberia Index* (IBEX) 35 e concluíram que o RI é mais próximo da realidade dos mercados e nos componentes do RI destacam as diferenças de conversão para a moeda funcional e as variações de valor nos ativos disponíveis para venda e parcialmente pelos trabalhos de Chambers, Linsmeier, Shakespeare e Sougiannis (2007), tendo por base 500 empresas norte-americanas incluídas no *Standard & Poor's 500*, ao concluíram que o RI era relevante para os investidores, mas que no entanto valorizavam mais a informação contida na DACP. Em sentido oposto Dhaliwal, Subramanyam e Trezevant (1999), considerando uma amostra de 11425 empresas da base de dados da *Compustat e Center for Research in Security Prices* (1994-1995), concluíram que a informação disponibilizada pelo RI não apresentava evidência clara, em termos explicativos, de estar mais fortemente relacionada com retornos que a disponibilizada pelo RL. No mesmo sentido concluíram Goncharov e Hodgson (2011), tendo por base uma amostra de 16 países da Europa continental.

Zorio e Hervás (2012), considerando as empresas que compõem o IBEX 35, analisaram que itens do RI eram mais relevantes para as empresas efetuarem as divulgações e não identificaram nenhuma variável explicativa da estratégia das empresas. No mesmo sentido, Cimini (2013), considerando uma amostra de 600 empresas localizadas em França, Alemanha e Itália, investigou a escolha da apresentação do RI, concluiu que as empresas preferiam divulgar o RI separado do RL. Inchausti e Pérez (2011) tomaram por amostra 11796 observações de empresas localizadas na Alemanha, França, Holanda e Reino Unido e confirmaram a relevância valorativa do RI em relação ao RL e sugeriram a conveniência de divulgar o RI e o RL em separado. Em sentido oposto Fernández e Arana (2009), com base numa amostra de 136 grupos empresariais de 19

países europeus, cotados na New York Stock Exchange (NYSE), concluíram que o RI tem um impacto significativo sobre o RL.

Pinheiro, Macedo e Vilamaior (2012) analisaram uma amostra de 21 empresas brasileiras que divulgam na NYSE e concluíram que existia volatilidade do RL se fosse adicionado de ORI. Já Tsuji (2013), com uma amostra de empresas listadas na *ToKyo Sock Exchange*, concluiu que o RL tem um poder mais preditivo para o desempenho futuro das empresas que o RI. Fernández e Arana (2010), com uma amostra das empresas IBEX - 35, concluíram que existia um impacto estatisticamente significativo do *Return on Equity* (ROE) calculado através do RI em oposição ao ROE calculado através do RL.

Também se analisaram diversos estudos que relacionam o resultado integral com a *performance* de mercado. São diversas as conclusões, nem sempre coincidentes, quanto à relevância das diversas componentes do resultado integral.

Dhaliwal *et al.* (1999) estudaram a associação entre o resultado integral e o valor de mercado numa amostra de 11.425 empresas (COMPUSTAT) demonstrando que, de entre os outros resultados integrais, apenas os ajustamentos de valor de mercado dos investimentos financeiros eram significativos. Já Aboody, Barth e Kasznik (1999), com base numa amostra de 5.000 empresas (1983 a 1995), encontraram uma relação significativa entre a revalorização dos ativos e o preço das ações. Também Kanagaretnam, Mathieu e Shehata (2009), numa amostra de 203 empresas canadianas, no período de 1998 a 2003, encontraram evidência que os ativos disponíveis para venda e a reservas de cobertura são componentes significativamente associadas com os preços de mercado das ações. Confirmam ainda que o resultado integral está mais fortemente associado com o valor de mercado do que o resultado líquido.

Louis (2003), analisando o impacto dos ajustamentos cambiais no valor da empresa demonstrou que em empresas industriais multinacionais (período de 1985 a 2001) estes ajustamentos estão associados a uma perda de valor, em vez de um incremento. Já Soo e Soo (1994) não haviam encontrado qualquer diferença no valor de mercado imputada aos ajustamentos cambiais. Neste sentido, outros autores como Cahan, Courtenay, Gronewoller e Upton (2000) também não encontraram nenhuma evidência que as componentes dos outros resultados integrais incrementassem a relevância do resultado. Os estudos acima identificados concluíram que a variável dimensão utilizando como *proxy* o algoritmo do ativo (por exemplo Serrat *et al.*) é explicativa para o valor de mercado, não se tendo encontrado, relativamente ao tema em estudo, nenhum trabalho que utilizasse a variável passivo como *proxy* da dimensão da entidade. No entanto estudos, suportados na teoria positiva da contabilidade, mas relativos a outras temáticas, como por exemplo o justo valor, concluíram que esta variável é significativamente explicativa para o valor de mercado das entidades (por exemplo Teixeira, 2012).

### **CAPÍTULO 3. ESTUDO EMPÍRICO**

O presente estudo, que tem como tema geral o resultado integral, desenvolve-se em dois momentos. Numa primeira fase analisa-se, numa perspetiva normativa, a relevância dos diversos itens que compõem aquele resultado e posteriormente, tendo como referência a teoria positiva da contabilidade e o modelo de Ohlson (1995), procura-se analisar quais dos itens que compõem o RI são mais relevantes para o valor de mercado.

Com base nas teorias normativa e positiva da contabilidade pode-se inferir que os resultados das entidades resultam de um conjunto complexo de fatores resultantes da sua atividade e do seu enquadramento contabilístico e que existe uma relação entre a informação contabilística e o preço de mercado das ações (Watts e Zimmerman, 1990). No caso concreto, a informação, veiculada pelos resultados líquido ou integral, é influenciada, quer pelo normativo contabilístico e determinadas políticas contabilísticas, quer pelas políticas de divulgação e apresentação.

#### **3.1 Objetivos do estudo e hipóteses de investigação**

Define-se como objetivos gerais deste estudo (1) determinar as rubricas relevantes na constituição do resultado integral e (2) em que medida o valor de mercado das entidades incorpora, de forma diferenciada, a informação do RI.

Para a prossecução de cada um destes objetivos elaborou-se uma hipótese. Ambas as hipóteses serão testadas com base em modelos econométricos posteriormente definidos.

H<sub>1</sub>: Os resultados operacionais, de financiamento, assim como as variações no capital próprio não refletido na demonstração dos resultados são relevantes para o resultado integral.

H<sub>2</sub>: Os resultados operacionais, de financiamento, assim como as variações no capital próprio não refletido na demonstração dos resultados são relevantes na determinação do valor de mercado das entidades.

### 3.2 População e amostra

A amostra foi selecionada tendo como base as empresas com títulos sujeitos à negociação na *Euronext Lisbon* em 2013 (apêndice 1).

De uma população composta por 52 entidades, que à data deste estudo existiam com títulos cotados na *Euronext Lisbon*, retirou-se 16 entidades. Deste modo a amostra é composta por 36 entidades.

Foram excluídas três sociedades anónimas desportivas, em virtude da data de apresentação e divulgação das contas ser diferente do ano civil, dez entidades do sector financeiro em virtude do mesmo ser sujeito a normas muito específicas, duas entidades por não apresentarem declarações financeiras consolidadas em todo o período em estudo e uma entidade que contém o *International Securities Identification Number*<sup>4</sup> (ISIN), código do país onde a entidade emitente está legalmente registada ou onde tem a sede, com o prefixo diferente de PT.

Os dados recolhidos têm uma estrutura em painel porque permitem que cada variável apresente um índice duplo que corresponde à empresa ( $i = 1$  a 36) e ao ano de observação ( $t = 2008$  a 2013), sendo o número total de observações igual a 216 (painel balanceado). Como nos dados em painel existe mais que uma observação por empresa possibilita analisar as alterações das variáveis no espaço e no tempo. Este estudo incide

---

<sup>4</sup> ISIN é um código de identificação internacional atribuído às ações e a outros títulos para facilitar as transações bolsistas. A estrutura do código e onde é utilizado encontra-se disponível URL: <http://www.isin.org/site/page?view=isin>.



sobre elementos extraídos das DF consolidadas e sobre as cotações dos títulos das respetivas entidades no período em estudo (2008 a 2013).

Optou-se por recolher as DF das entidades que apresentam contas consolidadas uma vez que todas elas têm que divulgar de acordo com a IAS 1 o que permite a comparabilidade.

Elegeram-se o período a partir de 2008 apesar da divulgação do resultado integral, enquanto componente do resultado da entidade no período, só ser obrigatória a partir de 2009 (inclusive), dado que o Regulamento (CE) N.º 1274/2008, de 17 de dezembro de 2008, permitia a sua aplicação mais cedo.

A informação relativa às demonstrações financeiras foi recolhida da página *web* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, onde as DF se encontram disponíveis para consulta (<http://www.cmvm.pt>) e das páginas *web* das próprias empresas.

Os valores de cotação dos títulos foram recolhidos na página *web* da *Euronext Lisbon*, disponível em <https://europeanequities.nyx.com/pt-pt/products/equities/>.

### **3.3 Variáveis e especificação dos modelos**

Após a delineação das hipóteses de investigação foram definidas as variáveis consideradas relevantes para a explicação da variável dependente. A escolha das variáveis independentes foi influenciada, quer pela teoria, quer pelos estudos empíricos anteriormente referenciados e por análises exploratórias que permitem fundamentar as conclusões.

### 3.3.1 Variáveis dependentes

Para testar a primeira hipótese considerou-se como variável dependente o resultado integral (Res\_integral). Esta variável está presente em diversos estudos referidos anteriormente, designadamente Hirst e Hopkins (1998) e Zorio e Hervás (2012).

Na segunda hipótese considerou-se como variável dependente o valor de mercado da entidade no final do primeiro trimestre (log\_Mark\_value\_1T). Esta variável é obtida pelo produto entre a cotação verificada no último dia do 1.º trimestre e o número de ações do capital social. A variável foi transformada em logaritmo de modo a permitir o aumento da robustez do modelo. Segundo Ferreira (2010), a utilização do logaritmo pode ser útil em várias circunstâncias. Entre outros aspetos, permite reduzir a variação de uma variável, limitando o efeito dos *outliers*.

Esta variável está presente em diversos estudos referidos anteriormente, designadamente Inchausti e Pérez (2011), Zorio e Hervás (2012) e Tsuji (2013).

### 3.3.2 Variáveis independentes

Para testar a 1.<sup>a</sup> hipótese considerou-se dois vetores. Num vetor integram-se variáveis relacionadas com o resultado líquido (*Earnings before interest and taxes* (EBIT), resultado de financiamento e impostos), no outro considera-se variáveis relativas ao resultado integral (variação nas reservas de conversão cambial, variação no justo valor dos derivados de cobertura dos fluxos de caixa, variação do justo valor de investimentos disponíveis para venda, variação de impostos diferidos, excedentes de revalorização e outras variações de capital próprio).

No quadro 3.1 identifica-se as variáveis, abreviatura utilizada, sinal esperado e as referencias que suportam a sua utilização.

Quadro 3.1 Resumo das variáveis explicativas – 1ª hipótese

Variáveis	Descrição	Sinal esperado	Referências
EBIT (ebit)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Resultado antes de juros e impostos</li> </ul>	+	Exploratória
Resultado de financiamento (Res_fin)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Resultado de financiamento que representa a diferença entre o resultado antes de impostos e o resultado operacional (EBIT), ou seja representa o custo líquido de financiamento.</li> </ul>	-	Exploratória
Reservas cambiais (res_conv_camb)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variações cambiais refletidas em capital próprio resultantes da transposição de demonstrações financeiras em moeda diferente da moeda de apresentação</li> </ul>	+/-	Chambers <i>et al.</i> (2007) Goncharov e Hodgson (2011)
Imposto (Imposto)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Impostos sobre o rendimento, incluindo os impostos diferidos refletidos na demonstração dos resultados</li> </ul>	-	Exploratória
Justo valor em operações cobertura (jv_deriv_cobert)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variações de justo valor relativas a operações de cobertura refletidos em capitais próprios</li> </ul>	+/-	Serrat <i>et al.</i> (2013)
Impostos diferidos (var_imp_dif)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variação de impostos diferidos (ativos e passivos) refletidos em capitais próprios</li> </ul>	+/-	Exploratória
Investimentos financeiros disponíveis para venda (Inv_fin_disp_vend)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variações de justo valor de investimentos financeiros disponíveis para venda refletidos em capitais próprios</li> </ul>	+/-	Chambers <i>et al.</i> (2007)
Excedentes de revalorização (res_reaval)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variação de excedentes de revalorização referentes a ativos fixos tangíveis e intangíveis</li> </ul>	+	Goncharov e Hodgson (2011) Inchausti e Pérez (2011)
Outras variações de capitais próprios (out_var_CP)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variações de capital próprio não refletidas noutras rubricas</li> </ul>	+/-	Exploratória

Nota: o sinal +/- significa que o efeito esperado depende da natureza do ajustamento. Como se tratam de variações de justo valor ou de impostos, a sua natureza pode ser positiva ou negativa.

Descreve-se seguidamente a importância e significado das variáveis independentes neste modelo:

- **Earnings before interest and taxes (EBIT)** - Representa o resultado operacional das transações efetuadas durante um período, que se espera constituir a componente positiva principal do resultado líquido e desta forma do resultado integral.
- **Resultado de financiamento (Res\_fin)** - Representa a diferença entre o resultado antes de impostos e o resultado operacional (EBIT), ou seja representa o custo líquido de financiamento. Este resultado incluído na DR pode ter influência significativa no RL da entidade. Reflete o encargo que a entidade teve com os financiamentos obtidos e se forem muito elevados poderá comprometer a solvabilidade da empresa. Esta componente contribui, em regra, negativamente para os resultados.
- **Imposto** – Representa os impostos sobre o rendimento, incluindo os impostos diferidos refletidos na demonstração dos resultados. A componente corrente desta variável é influenciada pelo EBIT e pelos resultados de financiamento e faz parte integrante do RL afetando negativamente o mesmo. A componente diferida pode ser positiva (ativa) ou negativa (passiva), resultante do reconhecimento ou reversão dos impostos diferidos.
- **Reservas de conversão cambial (Res\_conv\_camb)**. Representa as variações cambiais refletidas em capital próprio resultantes do processo de consolidação de contas, da transposição de demonstrações financeiras em moeda diferente da moeda de apresentação. Esta variável faz parte dos itens de ORI e poderá ser relevante para o RI dependendo sempre da data de consolidação e da oscilação do valor cambial, bem como da diferença da apresentação da moeda funcional.

- **Variações de justo valor relativas a operações de cobertura refletidos em capitais próprios** (jv\_deriv\_cobert). Esta variável também pertence aos itens de ORI e poderá igualmente ser relevante para o RI, dependendo das magnitudes dos ajustamentos. Quando uma entidade recorre à cobertura de fluxos de caixa procura estabilizar o seu fluxo de caixa e a quantidade do ganho ou perda, resultante do instrumento de cobertura que seja determinado como cobertura eficaz e que deve ser reconhecido diretamente no capital próprio (CP) através da DACP.
- **Variação de impostos diferidos (ativos e passivos) refletidos em capitais próprios** (Var\_imp\_dif). Outra das variáveis que fazem parte de ORI e que poderá ser relevante no RI, positiva ou negativamente, dependendo do sinal e magnitude dos ajustamentos.
- **Variações de justo valor de investimentos financeiros disponíveis para venda refletidos em capitais próprios** (Inv\_fin\_disp\_vend). Esta componente dos ORI apresenta as variações de justo valor de investimentos financeiros disponíveis para venda refletidos em capitais próprios. O seu contributo positivo ou negativo depende da natureza das variações do justo valor.
- **Variação de excedentes de revalorização referentes a ativos fixos tangíveis e intangíveis** (res\_reaval). Esta variável poderá ter uma associação positiva com o RI quando relacionada com ajustamentos positivos dos ativos ou negativa nos processos alienação ou de reconhecimento de imparidades.

- **Variações de CP não refletidas noutras rubricas** (*out\_var\_CP*). Variável que poderá não ser muito significativa para o RI, engloba todos os valores que não estão refletidos nos outros itens do ORI.

Para testar a 2.<sup>a</sup> hipótese considerou-se três vetores de variáveis. Num vetor integram-se variáveis relacionadas com o resultado líquido (EBIT, resultado de financiamento e impostos), no outro considera-se variáveis relativas ao resultado integral (variação nas reservas de conversão cambial, variação no justo valor dos derivados de cobertura dos fluxos de caixa, variação do justo valor de investimentos disponíveis para venda, variação de impostos diferidos, excedentes de revalorização e outras variações de capital próprio), no último vetor consideram-se variáveis controlo associadas à dimensão, medidas pela *proxy* logaritmo do ativo total, de endividamento (passivo total) e intensidade do fator trabalho (número de trabalhadores por setor).

No quadro 3.2 identifica-se as variáveis, a sigla utilizada e ainda não identificada anteriormente, sinal esperado e as referencias que suportam a sua utilização.

Quadro 3.2 Resumo das variáveis explicativas – 2ª hipótese

Variáveis	Descrição	Sinal esperado	Referenciais
ebit	<ul style="list-style-type: none"> <li>Resultado antes de juros e impostos</li> </ul>	+	Exploratória
Res_financ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Resultado de financiamento que representa a diferença entre o resultado antes de impostos e o resultado operacional (EBIT), ou seja representa o custo líquido de financiamento.</li> </ul>	-	Exploratória
Imposto	<ul style="list-style-type: none"> <li>Impostos sobre o rendimento, incluindo os impostos diferidos refletidos na demonstração dos resultados</li> </ul>	-	Exploratória
res_conv_camb	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variações cambiais refletidas em capital próprio resultantes da transposição de demonstrações financeiras em moeda diferente da moeda de apresentação</li> </ul>	+/-	Serrat <i>et al.</i> (2013) Inchausti e Pérez (2011)
jv_deriv_cobert	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variações de justo valor relativas a operações de cobertura refletidos em capitais próprios</li> </ul>	+/-	Serrat <i>et al.</i> (2013)
var_imp_dif	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variação de impostos diferidos (ativos e passivos) refletidos em capitais próprios</li> </ul>	+/-	Exploratória
Inv_fin_disp_vend	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variações de justo valor de investimentos financeiros disponíveis para venda refletidos em capitais próprios</li> </ul>	+/-	Chambers <i>et al.</i> (2007)
res_reaval	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variação de excedentes de revalorização referentes a ativos fixos tangíveis e intangíveis</li> </ul>	+	Inchausti e Pérez (2011) Goncharov e Hodgson (2011)
out_var_CP	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variações de CP não refletidas noutras rubricas</li> </ul>	+/-	Goncharov e Hodgson (2011)
Logaritmo do ativo (log_ativo)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Logaritmo do ativo total, logo inclui o ativo corrente e não corrente</li> </ul>	+	Serrat <i>et al.</i> (2013)
Passivo total (pas_total)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Passivo total, logo inclui o passivo corrente e não corrente</li> </ul>	-	Teixeira (2012)
N.º trabalhadores por setor (Setor_N_trab)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Número de trabalhadores por Setor</li> </ul>	+/-	Exploratória

Nota: o sinal +/- significa que o efeito esperado depende da natureza do ajustamento. Como se tratam de variações de justo valor ou de impostos, a sua natureza pode ser positiva ou negativa.

Descreve-se seguidamente a importância e significado das variáveis independentes neste modelo:

Na 1.<sup>a</sup> hipótese, como se referiu, as variáveis foram agrupadas em dois vetores, um relativo ao resultado líquido e outro que integra variáveis relativas aos outros resultados integrais. Em ambos os casos expôs-se a importância de cada uma dessas variáveis: *Earnings before interest and taxes*, Resultados de financiamento, Imposto sobre o rendimento, Reservas de conversão cambial, Variação no justo valor dos derivados de cobertura dos fluxos de caixa, Efeito fiscal diferido (variação de impostos diferidos refletidos em capital próprio), Investimentos financeiros disponíveis para venda, Excedentes de revalorização e Outras variações no capital próprio. Na 2.<sup>a</sup> hipótese assume-se que o resultado integral está positivamente associado ao valor de mercado pelo que se assume que o contributo (positivo ou negativo) de cada um destes componentes para esse resultado, se concretiza em igual relação com a cotação das ações dessas entidades. Assim, considerou-se três vetores de variáveis, em que dois consideram os mesmos vetores da hipótese 1. O terceiro vetor integra variáveis de controlo relativas à entidade, designadamente:

- O logaritmo do ativo (*log\_ativo*) como *proxy* da dimensão da entidade. A relação esperada entre esta variável e o valor de mercado é positiva por se admitir que a dimensão é um fator que os investidores reconhecem e que pode influenciar o modo de divulgação das DF.
- Passivo total (*pas\_total*) variável representante do endividamento bruto esperando-se que relativamente ao valor do mercado ela apresente uma relação negativa.



- Número de trabalhadores por Setor (Setor\_N\_trab) reflete a natureza mais ou menos intensiva em capital ou trabalho do setor de atividade. A variável pessoal tem sido utilizada em diversos estudos como *proxy* de dimensão. Neste trabalho explora-se em que medida os investidores avaliam a intensidade capitalística de cada setor.

### 3.4 Especificação dos modelos

Os dados recolhidos tem uma estrutura em painel balanceado, referentes a 36 entidades e 6 anos de observação, compreendidos entre 2008 e 2013. Os modelos econométricos desenhados têm uma composição multivariada incluindo-se as variáveis dependente e independentes anteriormente apresentadas. A definição dos estimadores atende não só à estrutura dos dados como aos testes que determinam a sua adequação.

Para estimar a hipótese 1, foi definida a seguinte função linear:

$$\text{Res\_integral}_{it} = \alpha + \text{ebit}_{it1} + \text{Res\_fin}_{it2} + \text{Imposto}_{it3} + \text{res\_conv\_camb}_{it4} + \text{JV\_deriv\_cobert}_{it5} + \text{var\_imp\_dif}_{it6} + \text{res\_reaval}_{it7} + \text{Inv\_disp\_vend}_{it8} + \text{out\_var\_cp}_{it9} + \mu_{it}$$

onde  $i = 1, \dots, 36$ ,  $t = 2008, \dots, 2013$  e  $\mu_{it}$  representa o erro ou distúrbio idiossincrático porque varia ao longo de  $i$  e de  $t$ .

Para estimar a hipótese 2, foi definida a seguinte função linear:

$$\log\_Mark\_value\_1T_{it} = \alpha + \text{ebit}_{it1} + \text{Res\_fin}_{it2} + \text{Imposto}_{it3} + \text{res\_conv\_camb}_{it4} + \text{JV\_deriv\_cobert}_{it5} + \text{var\_imp\_dif}_{it6} + \text{res\_reaval}_{it7} + \text{Inv\_disp\_vend}_{it8} + \text{outras\_var\_cp}_{it9} + \log\_ativo_{it10} + \text{pas\_total}_{it11} + \text{Setor\_N\_trab}_{it12} + \mu_{it}$$

onde  $i = 1, \dots, 36$ ,  $t = 2008, \dots, 2013$  e  $\mu_{it}$  representa o erro ou distúrbio idiossincrático porque varia ao longo de  $i$  e de  $t$ .

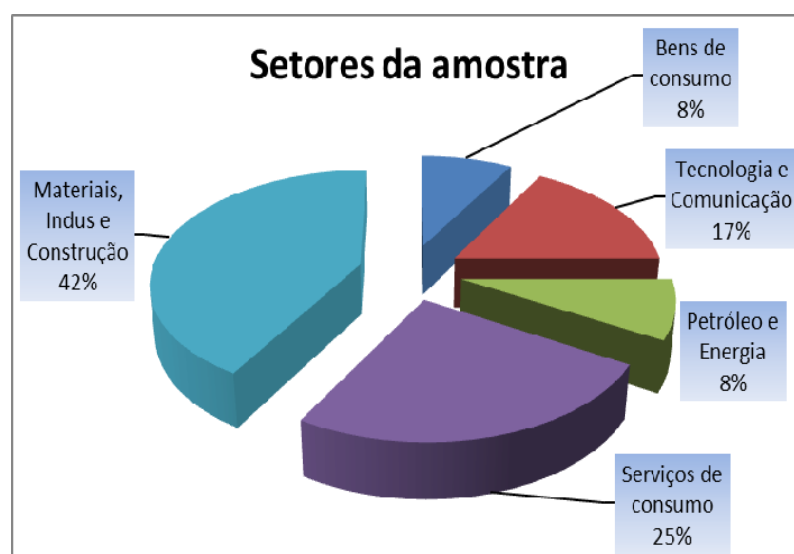
## CAPÍTULO 4. RESULTADOS

### 4.1 Caracterização da amostra

Para efeitos de caracterização da amostra recorreu-se à estatística descritiva. Considerou na caracterização a distribuição das entidades por setor, considerando a taxinomia *Industry Classification Benchmark (ICB)*<sup>5</sup>, e indicadores relativos ao resultado integral.

Na figura n.º 4.1, pode-se verificar que os setores com maior representatividade, no total de cinco, com base no ICB, das entidades que constam da amostra são: materiais, indústria e construção e serviços de consumo, que no conjunto totalizam 67%.

Figura n.º 4.1 – Setor de atividade das entidades da amostra



Fonte: Elaboração própria

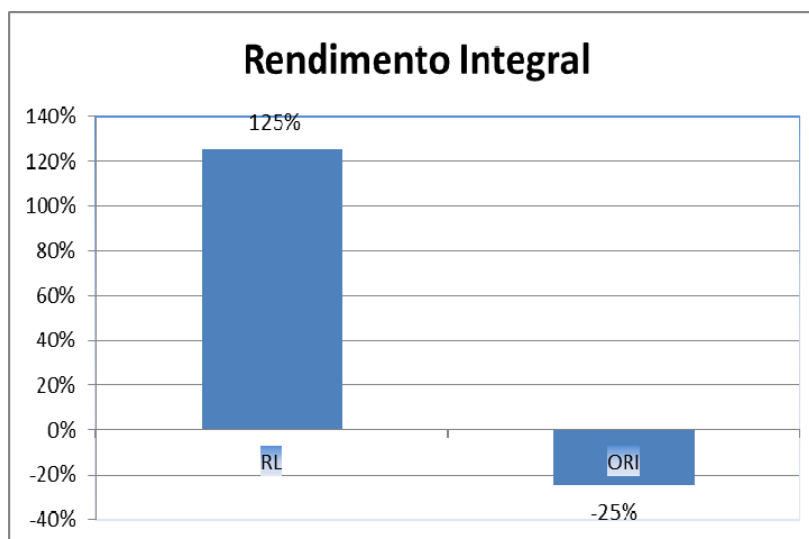
Na figura 4.2, apresenta-se a forma como se distribuiu o resultado líquido e os outros resultados integrais (os ORI correspondem às rubricas que integram o resultado integral,

---

<sup>5</sup> A ICB é uma taxinomia de classificação de setores. É utilizada para distinguir os mercados em setores dentro da macroeconomia, permitindo aos investidores comparar as tendências de um determinado setor. A estrutura do código e a definição de cada setor encontra-se disponível em URL: [http://www.icbenchmark.com/Site/ICB\\_Structure](http://www.icbenchmark.com/Site/ICB_Structure).

expurgando o RL) em relação ao rendimento integral. Verifica-se que, em termos médios, o RL contribui com 125% e que os ORI têm participação negativa de 25%.

Figura n.º 4.2 – Rendimento Integral



Fonte: Elaboração própria

No quadro 4.1. evidencia a média, desvio padrão (D. padrão), mínimo (Min) e máximo (Max) das 216 observações relativas às rubricas que integram os ORI. Como se constata, dominam as rubricas com valor médio negativo, com especial relevância para as variações cambiais resultantes do processo de consolidação. Como componente positiva mais relevante destaca-se as reservas de revalorizações, a maior componente positiva desse agregado, que tanto podem resultar de políticas contabilísticas de cada uma das entidades do processo de consolidação.

Quadro 4.1 Composição dos ORI

Variável	Obs	Média	D. padrão	Min	Max
res_conv_camb	216	- 15,981	131,714	- 732,15	920,58
jv_deriv_cob	216	- 1,827	17,243	- 119,12	128,43
var_imp_dif	216	- 0,493	20,801	- 284,35	67,7
invest_disp_venda	216	0,051	15,747	- 140,53	145,33
res_reavaliação	216	2,317	49,403	- 136,74	693,28
Outras variações	216	- 3,748	56,893	- 350,75	634,50

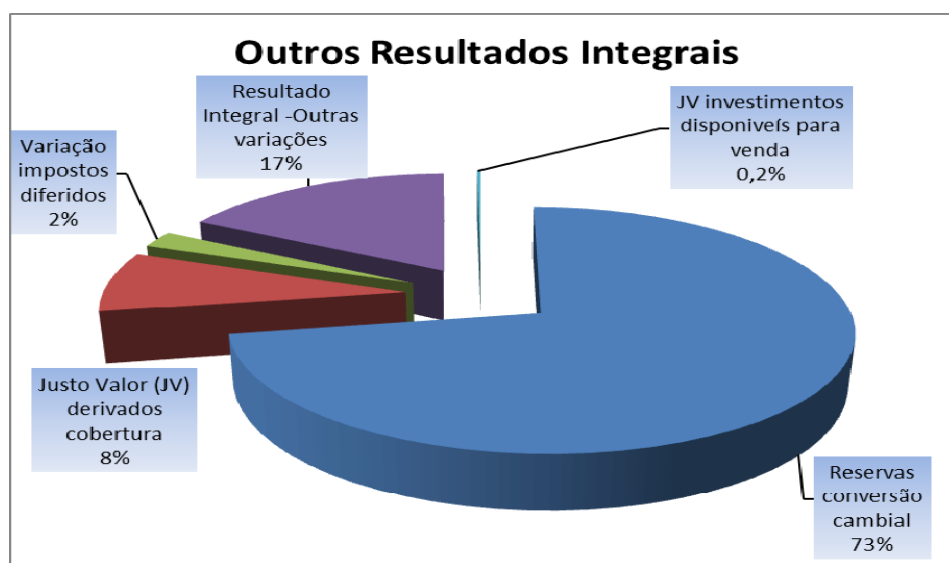
Legenda:

res_conv_camb – Reservas de conversão cambial	invest _disp_venda – Investimentos financeiros disponíveis para venda
jv_deriv_cobert - Variação no justo valor dos derivativos de cobertura dos fluxos de caixa	res_reaval – Excedentes de revalorização
var_imp_difer – Efeito fiscal diferido	Outras variações – Outras variações no ORI

De referir contudo os elevados desvios padrões associados a cada componente justificados pela grande amplitude entre os valores mínimos e máximos, sinónimo de comportamento muito diversificado no seio da amostra.

A figura 4.3 apresenta a contribuição relativa de cada componente dos ORI, para o resultado integral, expurgando o RL:

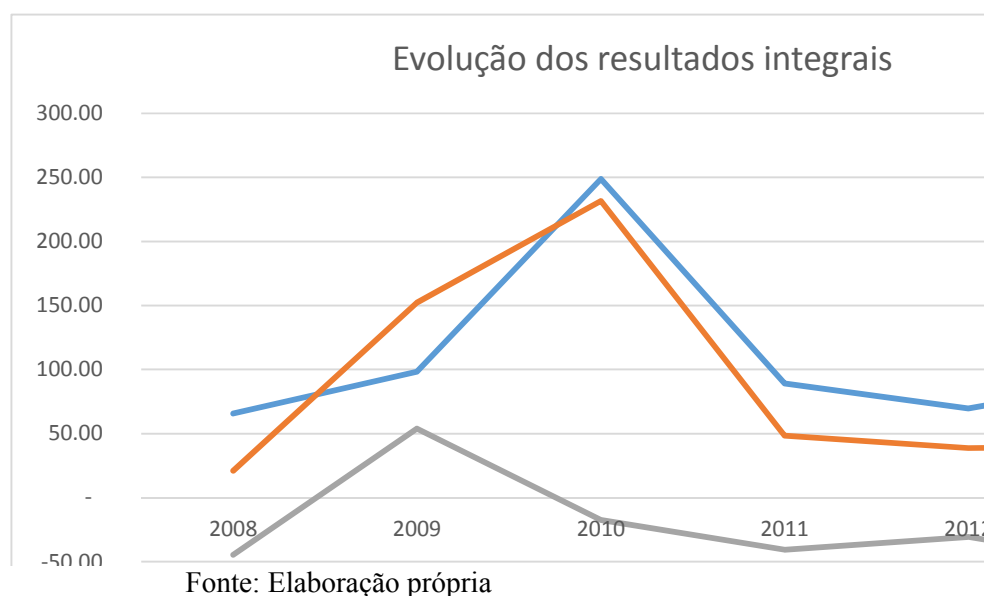
Figura n.º 4.3 – Itens de outros resultados integrais



Fonte: Elaboração própria

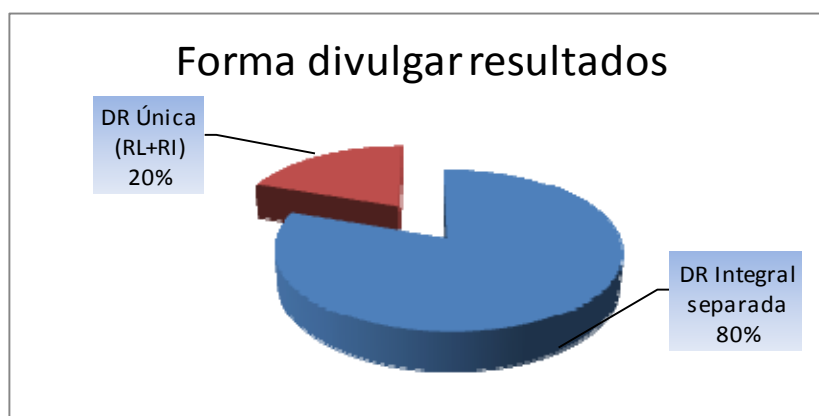
A contribuição dos ORI para a formação do resultado integral, excetuando o ano de 2009, apresentou sempre um valor negativo, conforme se evidencia na figura 4.4.

Figura n.º 4.4 – Evolução da composição do rendimento integral



Na figura 4.5 evidencia-se as diferentes políticas de apresentação dos resultados integrais. Enquanto 80% das entidades fazem a divulgação de outros resultados integrais separada da demonstração de resultado líquido, 20% apresentam uma única demonstração dos resultados, onde a seguir ao resultado líquido são discriminados os itens dos outros rendimentos integrais.

Figura n.º 4.5 – Política de apresentação dos resultados



Fonte: Elaboração própria

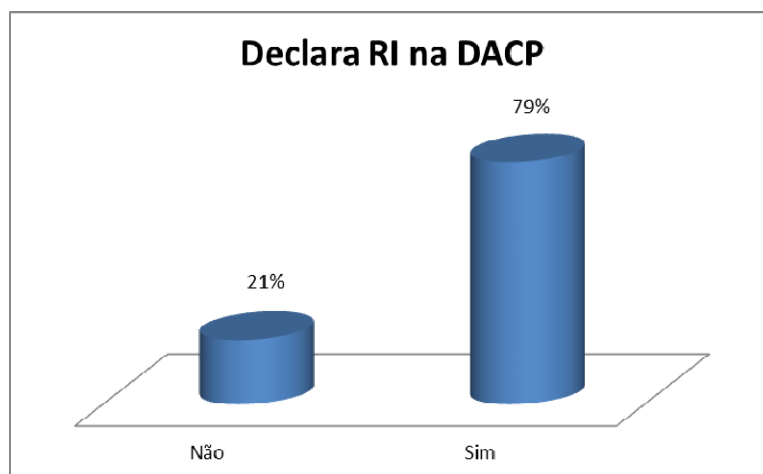
Analisando a figura 4.6, verifica-se que 79% das entidades divulga ORI também na DACP.

Como se expos no enquadramento normativo a norma não exige a repetição da informação relativa ao resultado integral na DACP. Mas como se consta 79% das entidades optam por fazê-lo. Este resultado permite equacionar duas razões para tal:

1 - As entidades preferem repetir a informação. Deste modo auxiliam o utilizador, pois tradicionalmente esta informação era apresentada na DACP, onde estes a poderiam analisar e simultaneamente cumprem com os novos requisitos da norma.

2 – As entidades repetem a informação por efeito dos seus hábitos e procedimentos.

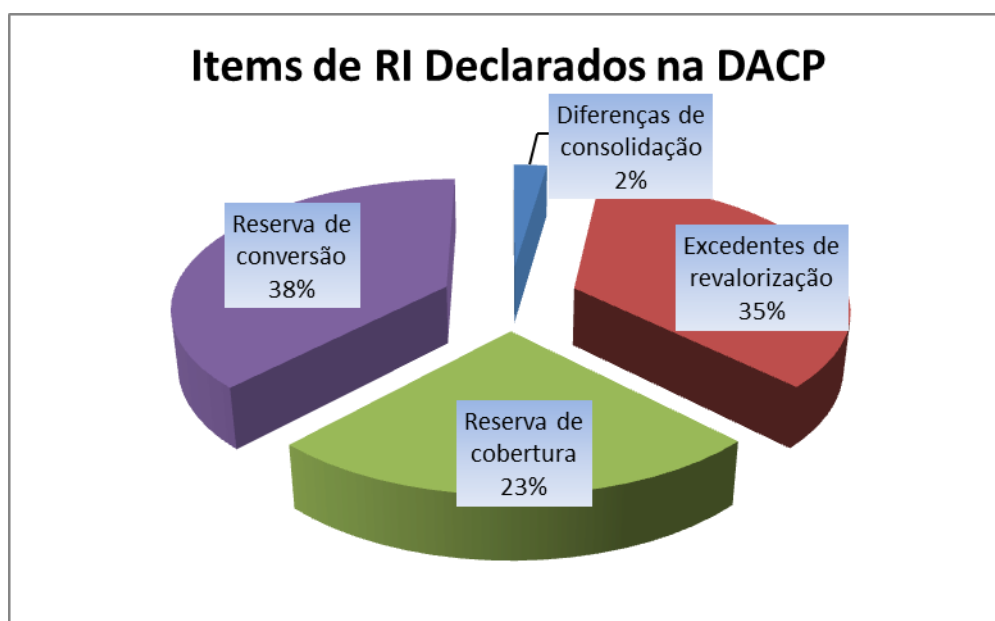
Figura n.º 4.6 – Declara RI na DACP



Fonte: Elaboração própria

Na figura 4.7, são evidenciadas as percentagens de cada item de ORI divulgados através da DACP.

Figura n.º 4.7 – Itens de RI declarados na DACP



Fonte: Elaboração Própria

Evidencia-se nesta caracterização a não existência de unanimidade, quer nas políticas de apresentação, quer os diferentes pesos relativos que os itens dos resultados integrais têm no resultado final e a sua evolução temporal.

## 4.2 Resultado integral

Uma análise prévia às diferenças de média do resultado integral e do resultado líquido permite concluir que estas médias são estatisticamente diferentes (teste  $t = -2.0660$ );  $p\text{-value} = 0.0400$ ), o que suporta a hipótese da determinação de quais são as componentes relevantes do resultado integral e destas, as que têm origem nos outros resultados integrais.

Para testar a primeira hipótese da relevância das várias componentes no resultado integral e dado se tratar de dados em painel balanceado analisou-se se o modelo funcional se mostrava adequado e qual o estimador a utilizar.

Para analisar a adequabilidade de uma forma funcional (Ferreira, 2010), utilizou-se o teste *Reset* (*Regression Equation Specification Error Test*), proposto por Ramsey em 1969. O teste *Reset* verifica a linearidade da relação entre regressores (Ferreira, 2010), sendo o teste de hipótese um teste F, confirmou-se a correta especificação da forma funcional dos modelos ( $F(3, 203) = 0.05$ ;  $p\text{-value} = 0.9865$ ).

No que se refere ao modelo de estimação pode-se considerar 3 modalidades: modelo de coeficientes constantes, de efeitos aleatórios ou de efeitos fixos.

O teste LM de Breusch-Pagan (1980) é utilizado para decidir qual dos modelos – coeficientes constantes ( $H_0$ ) ou de efeitos aleatórios ( $H_1$ ) – é o mais apropriado. Para um valor do teste de  $\chi^2(1) = 0.01$  e  $p\text{-value} = 0.4636$  permite não rejeitar o modelo dos coeficientes constantes como adequado, quando em alternativa com o de efeitos aleatórios. Do mesmo modo o teste F ( $35,171$ ) = 0.96 ( $p\text{-value} = 0.5345$ ) não permite rejeitar a hipótese da constante comum, pelo que se rejeita a utilização do modelo de efeitos fixos. Deste modo optou-se pela utilização do modelo da média da população, pelo que as estimativas dos coeficientes de regressão do modelo da média da população são interpretadas como efeitos médios da população e válidos mesmo quando a estrutura de correlação não está totalmente bem especificada, sobretudo quando a estimação é feita de forma robusta (Cameron e Trivedi, 2010).

Depois de realizados testes de diagnóstico, foi constatada a presença de heteroscedasticidade (teste modificado de Wald com  $p\text{-value} < 0,000$ ) e de autocorrelação dos resíduos (teste de autocorrelação de Wooldridge para dados em painel com  $p\text{-value} < 0,000$ ), pelo que se estimou este modelo com a opção *robust* por forma a acomodar a resolução destes problemas. De acordo com Drukker (2003)



quando a hipótese nula de correlação é fortemente rejeitada, considerando a estimação robusta, obtêm-se estimadores mais consistentes e eficientes.

Numa análise preliminar constata-se que das variáveis em análise apenas as relacionadas com os resultados líquidos (EBIT, resultados de financiamento e impostos), a variação dos excedentes de revalorização (que apresenta o coeficiente de correlação positivo mais elevado) e as outras variações de capital próprio estão correlacionadas significativamente com o resultado integral.

Quadro 4.2 Correlações RI e variáveis independentes

	Resultado Integral
<i>Earnings before interest and taxes</i>	0.4982*
Resultados de financiamento	0.2282*
Imposto sobre o rendimento	0.6991*
Reservas de conversão cambial	-0.0492
Variação no justo valor dos derivados de cobertura dos fluxos de caixa	0.0144
Variação de impostos diferidos em CP	-0.0572
Investimentos financeiros disponíveis para venda	0.0712
Excedentes de revalorização	0.7389*
Outras variações no Capital Próprio	-0.3090*

\* Nível de significância de 0,05

O resultado da estimação apresenta-se no quadro seguinte:

Quadro 4.3 Apresentação dos resultados da 1ª hipótese

Res_Integral	Coefficientes	Z	P > z
Ebit	1.047643	27.20	0.000
Res_fin	-.7978196	-4.61	0.000
Impostos	-1.102763	-12.99	0.000
res_conv_camb	1.043378	21.16	0.000
jv_deriv_cobert	2.915742	1.53	0.125
var_imp_difer	.9729472	0.99	0.321
outras_var_cp	1.072996	3.32	0.001
Invest disp_venda	-.5816946	-0.48	0.633
res_reaval	-.7731913	-1.29	0.197
N.º de observações = 216 N.º de grupos = 36	Wald $\chi^2(9) = 394596.79$ ; $p\text{-value} = 0.0000$		

Legenda:

ebit - <i>Earnings before interest and taxes</i>	outras_var_cp – Outras variações no capital próprio
Res_fin – Resultados de financiamento	Impostos – Imposto sobre o rendimento
res_conv_camb – Reservas de conversão cambial	res_reaval – Excedentes de revalorização
jv_deriv_cobert - Variação no justo valor dos derivados de cobertura dos fluxos de caixa	invest_disp_venda – Investimentos disponíveis para venda
var_imp_difer – Efeito fiscal diferido	

No apêndice 2 evidencia-se os resultados obtidos através do *software* STATA nos diversos testes paramétricos efetuados.

Os resultados da estimação permitem constatar que, para um nível de significância de 5%, diversas variáveis estão significativamente associadas ao resultado integral. São explicativas todas as componentes do resultado líquido (EBIT, resultado de financiamento e impostos) com os sinais esperados e duas componentes do resultado integral resultante de variações do capital próprio: reservas de conversão cambial e outras variações de capital próprio, ambas positivamente associadas. As reservas de conversão cambial já foram referidas como a componente principal, em termos de valor,

das ORI, relevando-se desta forma seu significado para a formação do resultado integral (apesar de não apresentar uma correlação bivariada significativa). A rubrica das outras variações de capital próprio, de natureza residual, apresenta também um coeficiente significativo e positivo, enquanto na relação bivariada se apresentava negativo)

Dos estudos referidos na bibliografia, as conclusões de Serrat *et al.* (2013) apresentam semelhanças no que se refere aos componentes do RI onde destacam as diferenças de conversão para a moeda funcional. A análise efetuada por Goncharov e Hodgson (2011) constatou relevância valorativa em relação ao ORI dos componentes ganhos e perdas em ativos detidos para venda.

Diversos componentes dos ORI não apresentaram uma relação significativa, designadamente os resultantes da contabilidade de cobertura, dos investimentos financeiros disponíveis para venda e as reservas de reavaliação. De entre estas rubricas apenas as reservas de reavaliação apresentava um índice de correlação significativo com o resultado integral.

Confirma-se que o resultado integral contém mais informação do que o apenas contido nos resultados líquidos, facto que justifica as diferenças estatísticas em termos do seu valor médio.

### **4.3 Valor de Mercado**

Para testar a hipótese da relevância das várias componentes no resultado integral (2.<sup>a</sup> hipótese) e dado se tratar de dados em painel balanceado analisou-se se o modelo funcional se mostrava adequado e qual o estimador a utilizar. Para analisar a adequabilidade de uma forma funcional (Ferreira, 2010), utilizou-se o teste *Reset* (*Regression Equation Specification Error Test*), proposto por Ramsey em 1969. O teste

*Reset* verifica a linearidade da relação entre regressores (Ferreira, 2010), sendo o teste de hipótese um teste F, tendo-se confirmado a correta especificação da forma funcional dos modelos ( $F(3, 200) = 1.44$ ;  $p\text{-value} = 0.2332$ ).

No que se refere ao modelo de estimação pode-se considerar 3 modalidades: modelo de coeficientes constantes, de efeitos aleatórios ou de efeitos fixos.

O teste LM de Breusch-Pagan (1980) é utilizado para decidir qual dos modelos – coeficientes constantes ( $H_0$ ) ou de efeitos aleatórios ( $H_1$ ) – é o mais apropriado. Para um valor do teste de  $\chi^2(1) = 142.59$ ;  $p\text{-value} = 0.0000$ , permite rejeitar o modelo dos coeficientes constantes como adequado e considerar como mais adequado o de efeitos aleatórios. Do mesmo modo o teste F ( $35, 168$ ) = 8.92 ( $p\text{-value} = 0.000$ ) permite rejeitar a hipótese da constante comum, pelo que se aceita a utilização do modelo de efeitos fixos.

Para decidir entre os modelos de efeitos aleatórios e de efeitos fixos utilizou-se o teste robusto de Hausman. Sob a verificação da hipótese nula deve-se utilizar o modelo de efeitos aleatórios, enquanto o modelo de efeitos fixos se considera o mais adequado quando se rejeita essa hipótese. Um  $p\text{-value} < 5\%$  favorece o modelo de efeitos fixos. Para um  $\chi^2(5) = 17.36$ ;  $p\text{-value} = 0.0977$  optou-se pela utilização do modelo de efeitos aleatórios.

Depois de realizados testes de diagnóstico, foi constatada a presença de heteroscedasticidade (teste modificado de Wald com  $p\text{-value} < 0,000$ ) e de autocorrelação dos resíduos (teste de autocorrelação de Wooldridge para dados em painel com  $p\text{-value} < 0,000$ ), pelo que se estimou este modelo com a opção *robust* por forma a acomodar a resolução destes problemas. De acordo com Drukker (2003)

quando a hipótese nula de correlação é fortemente rejeitada, considerando a estimação robusta, obtêm-se estimadores mais consistentes e eficientes.

Numa análise preliminar constata-se que das variáveis relacionadas com os resultados líquidos (EBIT e resultados de financiamento) estão positivamente correlacionados com o valor de mercado e as reservas de conversão monetária (correlação negativa) e as variações dos investimentos disponíveis para venda (correlação positiva) são as únicas rubricas correlacionadas significativamente com o valor de mercado. As variáveis de controlo estão todas positivas e significativamente correlacionadas com a variável independente.

Quadro 4.4 Correlações valor de mercado e variáveis independentes

	Logaritmo do <i>market value</i> 1.º trimestre
<i>Earnings before interest and taxes</i>	0.6363*
Resultados de financiamento	0.4333*
Imposto sobre o rendimento	0.0127
Reservas de conversão cambial	-0.1665*
Variação no justo valor dos derivados de cobertura dos fluxos de caixa	-0.0323
Variação de impostos diferidos em CP	-0.0468
Investimentos financeiros disponíveis para venda	0.2342*
Excedentes de revalorização	0.1071
Outras variações no ORI	-0.0882
Logaritmo do ativo	0.9068*
Passivo total	0.5864*
Número de trabalhadores por setor	0.3438*

\* Nível de significância de 0,05

O resultado da estimação apresenta-se no quadro seguinte:

Quadro 4.5 Apresentação dos resultados da 2ª hipótese

Valor de mercado	Coefficientes	Z	P > z
Ebit	.0036842	5.07	0.000
Res_fin	-.0020713	-4.39	0.000
Impostos	.0005198	1.78	0.076
res_conv_camb	-.0006038	-2.10	0.036
jv_deriv_cobert	-.0010287	-2.29	0.022
var_imp_difer	.0046886	0.89	0.371
outras_var_cp	.0003651	0.17	0.863
invest_disp_venda	.0065939	2.05	0.040
res_reaval	-.0029144	-1.49	0.137
log_ativo	1.115116	15.50	0.000
pas_total	-.0002142	-5.21	0.000
Setor_N_trab	-.0000275	-1.70	0.089
N.º de observações = 216 N.º de grupos = 36	Wald $\chi^2(9) = 2358.60$ ; <i>p-value</i> = 0.0000		

Legenda:

ebit - <i>Earnings before interest and taxes</i>	outras_var_cp – Outras variações no Capital Próprio
Res_fin – Resultados de financiamento	invest_disp_venda – Investimentos financeiros disponíveis para venda
Impostos – Imposto sobre o rendimento	res_reaval – Excedentes de revalorização
res_conv_camb – Reservas de conversão cambial	log_ativo – Logaritmo do ativo
jv_deriv_cobert - Variação no justo valor dos derivados de cobertura dos fluxos de caixa	pas_total – Passivo total
var_imp_difer – Efeito fiscal diferido	Setor_N_trab – Número de trabalhadores por setor

No apêndice 3 evidencia-se os resultados obtidos através do *software* STATA nos diversos testes paramétricos efetuados.

Os resultados da estimação permitem constatar que, para um nível de significância de 5%, diversas variáveis estão significativamente associadas ao valor de mercado.

No que se refere ao objetivo principal do estudo constata-se que são explicativas do valor de mercado das empresas, para um nível de significância de 5%, as componentes do resultado líquido, EBIT e resultado de financiamento, com os sinais esperados e três componentes do resultado integral resultante de variações do capital próprio: reservas de conversão cambial, variações de justo valor de itens cobertos (ambas negativamente associadas) e as variações dos investimentos disponíveis para venda (*invest\_fin\_disp\_venda*), estes associados positivamente. Estes resultados confirmam os de Chambers *et al.* (2007), bem como Goncharov e Hodgson (2011), Serrat *et al.* (2013) e Fernández e Arana (2009) que já tinham concluído que os componentes do RI eram relevantes para os investidores (mercado), principalmente os ajustes por conversão cambial e investimentos disponíveis para venda, e que os mesmos prestavam mais atenção à informação incluída na DACP comparativamente com a evidenciada na DR. Estes resultados permitem concluir pela relevância não só dos resultados líquidos como de outros resultados derivados de variações de rubricas de capital próprio, integrados no resultado integral, justificando a exigência de apresentação da demonstração dos resultados integrais em detrimento da dos resultados do exercício.

As variáveis de controlo (ativo, passivo e intensidade da componente trabalho) estão também relacionadas com o valor de mercado: O ativo como *proxy* da dimensão é utilizado designadamente por Serrat *et al.* (2013) e apresenta o mesmo tipo de relação. A variável passivo tem uma relação negativa com o valor de mercado, conforme o que era expetável. Entidades com maiores níveis de endividamento podem ser percecionadas com maiores riscos de incumprimento e, desta forma, podendo comprometer a sua notoriedade nos mercados e os investimentos dos acionistas. Quanto à variável que associa o número de trabalhadores ao setor constata-se uma relação

negativa ( $p\text{-value} < 0,10$ ), o que parece evidenciar que o mercado valoriza menos os setores com maior intensidade de mão de obra.

## **CAPÍTULO 5. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E CONCLUSÕES**

A alteração da IAS 1 foi de encontro às exigências de uma maior e melhor divulgação no que concerne ao resultado integral.

Na medida em que a Comissão Europeia adotou as alterações efetuados na IAS 1, as entidades com valores cotados em bolsa da UE passaram a ser obrigadas a integrar no relatório e contas consolidados a demonstração dos resultados integral.

A exigência de apresentação e divulgação do resultado integral, apesar de só em 2008 ter impacto nas entidades europeias, não é nova dado que o FASB foi o organismo pioneiro na incorporação do conceito de RI no *Statement of Financial Accounting Concepts* (SFAC) 3 de 1980, obrigando à sua divulgação em 1997, por força da SFAS 130.

A decisão do FASB decorreu das críticas surgidas nas décadas de 80 e 90 do século passado quanto à insuficiência de informação para os investidores. Para ultrapassar essa insuficiência e fornecer informação mais verdadeira e apropriada proponham passar os itens que são ajustados ao capital próprio (apelidados de *dirty surplus*) para uma demonstração de resultados (*clean surplus*).

Tendo como suporte as teorias normativa e positiva da contabilidade, pretendeu-se com o presente estudo atingir dois objetivos: (1) determinar quais as rubricas que contribuem para o resultado integral (2) aferir se o mercado incorporava a informação divulgada acerca do resultado integral.



O objeto de análise integra 36 entidades com títulos sujeitos a negociação na *Euronext Lisbon*, de setores não financeiro e segurador, no período de 2008 a 2013, cujas demonstrações financeiras são comparáveis, porque atendem ao mesmo conjunto de requisitos normativos e reportam às mesmas datas de divulgação. Apenas se considerou para a amostra as entidades com prefixo PT.

A informação necessária foi recolhida dos relatórios e contas divulgadas na pagina da Comissão de Mercados de Valores Mobiliários e da pagina da *Euronext*.

Quanto a alguns aspetos relativos ao resultado integral, destaca-se a forma de distribuição do resultado líquido e os outros resultados integrais em relação ao rendimento integral, podendo aduzir-se que o RL contribui com 125% e que os ORI têm comparticipação negativa de 25%. Conclui-se que o item de ORI com maior peso refere-se às reservas de conversão cambial, com 73%. Relativamente à contribuição para os ORI constata-se que foram as reservas de conversão cambial a grande componente negativa, enquanto as reservas de reavaliação a maior componente positiva. No geral a contribuição dos ORI para a formação do resultado integral, excetuando o ano de 2009, apresentou-se sempre com um valor negativo. Quanto à divulgação do RI constata-se que 79% das entidades ainda divulga parte dos ORI na demonstração das alterações no capital próprio. Confirma-se haver uma diferença significativa entre as médias dos resultados líquidos e integrais divulgados pelas entidades pelo que se justifica determinar que elementos contribuem para essa diferenças e em que medida ambos são integrados na informação relevante para os investidores

Para cada um dos objetivos foi definido uma hipótese. As hipóteses foram testadas recorrendo a testes paramétricos realizados no *software* STATA, que permitiu definir os respetivos modelos de regressão.

Na primeira hipótese testou-se se os resultados operacionais, de financiamento, assim como as variações no capital próprio não refletido na demonstração dos resultados contribuem de forma relevantes para o resultado integral.

Os resultados obtidos revelaram que os componentes do resultado líquido (EBIT, resultado de financiamento e impostos) e duas componentes do resultado integral resultante de variações do capital próprio: reservas de conversão cambial e outras variações de capital próprio, estão positivamente associadas, concluindo-se que são relevantes para o resultado integral. Estes resultados são semelhantes às conclusões dos estudos efetuados por Serrat *et al.* (2013) e de Goncharov e Hodgson (2011).

Na segunda hipótese testou-se se os resultados operacionais e de financiamento, assim como as variações no capital próprio não refletido na demonstração dos resultados são relevantes na determinação do valor de mercado das entidades.

Os resultados obtidos demonstram que são relevantes para o mercado as componentes do resultado líquido (EBIT, e resultado de financiamento) bem como três componentes do resultado integral resultantes de variações do capital próprio: reservas de conversão cambial, variações de justo valor de itens cobertos e as variações dos investimentos financeiros disponíveis para venda, estão associados positivamente confirmando os resultados dos estudos efetuados por Cambers *et al.* (2007), Goncharov e Hodgson (2011) e Serrat *et al.* (2013), bem como Fernández *et al.* (2009).

Os resultados deste estudo contribuem para o reforço dos argumentos que consideram a apresentação do resultado integral como informação relevante para melhor perceção da situação económica e financeira das entidades em detrimento do resultado líquido do período, informação essa que é integrada no preço das ações.

Dado o peso da amostra face ao universo (70%) admite-se que as conclusões possam ser extrapoladas para o universo das entidades objeto da investigação. Contudo para maior evidência estatística considera-se que a dimensão e as características da amostra são uma limitação à generalização dos resultados.

Em trabalhos futuros de investigação procurará introduzir um maior número de entidades na amostra incluindo nomeadamente entidades com o prefixo ES (Espanha), e introduzir a hipótese do fator geográfico influenciar as variáveis que contribuem para o resultado integral.

## BIBLIOGRAFIA

- Aboody, D., M. Barth e R. Kasznik (1999) Revaluations of fixed assets and future firm performance: Evidence from the UK, *Journal of Accounting and Economics*, 26, 149-178.
- Ball, R. e P. Brown (1968) An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, 159-178.
- Beaver, W. H. (1968) The Information Content of Annual Earnings Announcements, *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Breusch, T. S. e A. R. Pagan (1980) The Lagrange Multiplier test and its application to model specification in econometrics, *Review of Economic Studies*, 47, 239-254.
- Cahan, S., S. Courtenay, P. Gronewoller e D. Upton (2000) Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures, *Journal of Business Finance and Accounting*, 27, 9, 1273-1301.
- Cameron, A. C. e P. K. Trivedi (2010) *Microeconometrics using Stata*, Stata Press.
- Chambers, D., T. J. Linsmeier, C. Shakespeare e T. Sougiannis (2007) An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income disclosures, *Review of Accounting Studies*, 12, 557-593.
- Cimini, R. (2013) Reporting comprehensive income issues: empirical evidence from France, Germany and Italy, *Economia Aziendale Online*, 4, 1, 1-17.
- Comissão Europeia (2008) Regulamento (CE) N.º 1126/2008, *Jornal Oficial da União Europeia*, L 320, 1-481.
- Comissão Europeia (2008) Regulamento (CE) N.º 1274/2008, *Jornal Oficial da União Europeia*, L 339, 3-44.

- Dhaliwal D., K. R. Subramanyam, R. Trezevant (1999) Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance?, *Journal of Accounting and Economics*, 26, 43-67.
- Drukker D. (2003) Testing for serial correlation in linear panel-data models, *The Stata Journal*, 3, 2, 168-177.
- Dumitrana, M., I. Jianu e G. Jinga (2010) Comprehensive Income – Past, Present and Future, *Științe Economice*, Número especial, 25-40.
- Fernández, F. S. e M. M. C. Arana (2009) Empirical Analysis Of The Impact Of Comprehensive Income On Basic Earnings Per Share For Spanish Companies Listed On Madrid Stock Exchange, *International Business & Economics Research Journal*, 8, 6, 7-24.
- Fernández, F. S. e M. M. C. Arana (2010) Effects of Comprehensive Income on ROE in A Context of Crisis: Empirical Evidence for IBEX-35 Listed Companies (2004-2008), *International Business & Economics Research Journal*, 9, 1, 117-128.
- Ferreira, P. J. S. (2010) *Princípios de Econometria*, Bubok Publishing S.L..
- Goncharov, I. e A. Hodgson (2011) Comprehensive Income in Europe: Valuation, Prediction and Conservative Issues, Paper, *University of Amsterdam*.
- Hendriksen, E. S. e M. F. Breda (1991) *Accounting Theory*, 5, Boston, Irwin/McGraw-Hill.
- Hicks, J. R. (1946) *Value and Capital*, 2, Oxford, Oxford University Press.
- Hirst, D. E. e P. E. Hopkins (1998) Comprehensive Income Reporting and Analysts Valuation Judgments, *Journal of Accounting Research*, 36, 47-75.
- Holanda, V. B. (2001) Contabilidade: A Cibernética Empresarial, *Revista Contabilidade & Finanças FIPECAFI - FEA - USP*, 14, 25, 42-59.

- Inchausti, B. G. e F. P. Pérez (2011) La relevancia valorativa del resultado global frente al resultado neto: una perspectiva europea, *Revista Española De Financiación Y Contabilidad*, 40, 150, 307-338.
- International Accounting Standards Board. The Conceptual Framework for Financial Reporting. IFRS Foundation (2010). Disponível em: <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2012/framework.pdf>. Acedido em 20 de dezembro de 2014.
- Kanagaretnam K., R. Mathieu e M. Shehata (2009) Usefulness of comprehensive income reporting in Canada, *Journal of Accounting and Public Policy*, 28, 349-365.
- Louis, H. (2003) The value relevance of the foreign translation adjustment, *The Accounting Review*, 78, 4, 1027-1047.
- Martins, G. D. A. (2005) Falando sobre Teorias e Modelos nas Ciências Contábeis, *BBR - Brazilian Business Review*, 2, 2, 131-144.
- Ohlson, J. A. (1995) Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, 11, 2, 661-687.
- Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia (2002) Regulamento (CE) N.º 1606/2002, *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, 243, 1-4.
- Pinheiro, L. E. T., R. P. Macedo e A. G. Vilamaior (2012) Lucro Líquido Versus Lucro Abrangente: Uma Análise Empírica da Volatilidade, *Revista Universo Contábil*, 8, 4, 6-18.
- Serrat, N. A., S. M. Gutiérrez e N. O. Guerrero (2013) El resultado global : una aproximación de la información contable a la realidad de los mercados, *Revista de Contabilidad y Dirección*, 16, 209-227.
- Solomons, D. (1961) Economic and Accounting Concepts of Income, *The Accounting Review*, 36, 3, 374-383.

- Soo, B. e L. Soo (1994) Accounting for the multinational firm: Is the translation process valued by the stock market?, *The Accounting Review*, 69, 4, 617–637.
- Teixeira S. I. (2012) Justo Valor como Método de Mensuração: Opção das Empresas Cotadas na Euronext Lisboa, Dissertação de mestrado, Universidade do Algarve.
- Tsuji, C. (2013) Comprehensive Income and Stock Return: Evidence from the Tokyo Stock Exchange, *Journal of Management and Sustainability*, 3, 3, 142-147.
- Watts, R. L. e J. L. Zimmerman (1990) Positive Accounting Theory : A Ten Year Perspective, *The Accounting Review*, 65, 1, 131-156.
- Zorio, A. e G. P. Hervàs (2012) Resultado global: cambios en la regulación y divulgación por parte de las empresas del IBEX-35, *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 49, 58-73.

**APÊNDICE 1 – LISTAGEM DAS ENTIDADES COTADAS**

Entidades com valores admitidos à negociação na *Euronext Lisbon* em 31 de dezembro 2013:

Entidades incluídas na amostra

ICB Sector	Entidade
0001 - Petróleo e gás	Galp Energia SGPS, S.A.
1000 - Materiais Básicos	F. Ramada - Investimentos, SGPS, S.A. Inapa-Investimentos Participações e Gestão, S.A. Portucel - Empresa Produtora de Pasta e Papel, S.A. Semapa – Soc. de Investimento e Gestão, SGPS, S.A.
2000 - Bens industriais	Altri SGPS, S.A. Cimpor Cimentos de Portugal SGPS, S.A. Grupo Soares da Costa, SGPS, S.A. Imobiliária Construtora Grão-Pará, S.A. Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A. Martifer, SGPS, S.A. Mota-Engil, SGPS, S.A. Sociedade Comercial Orey Antunes Sonae Indústria, SGPS, SA Teixeira Duarte, S.A. Toyota Caetano Portugal, S.A.
3000 - Bens de consumo	Corticeira Amorim, SGPS, S.A. SUMOL+COMPAL, S.A. VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.
5000 - Serviços Consumo	Cofina SGPS S.A. Estoril Sol, SGPS, S.A. Grupo Media Capital, SGPS, S.A. Ibersol, SGPS, S.A. Impresa –Soc. Gestora de Participações Sociais, S.A. Jerónimo Martins,SGPS, S.A. SAG GEST - Soluções Automóvel Globais, SGPS, S.A. Sonae, SGPS, S.A. Zon Optimus, SGPS, S.A.
6000 - Telecomunicações	Portugal Telecom, SGPS, S.A. SONAE.COM, SGPS, S.A.
7000 – Utilities	EDP - Energias de Portugal S.A. Ren-Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.
9000 - Tecnologia	Compta-Equip. e Serviços de Informática, S.A Glintt - Global Intelligent Technologies, SGPS, S.A. Novabase, SGPS, S.A. Reditus - SGPS, S.A.



## Entidades excluídas da amostra

ICB Sector	Entidade
5000 - Serviços Consumo	CTT Correios de Portugal, S.A. Futebol Clube do Porto - Futebol, Sad Sport Lisboa e Benfica - Futebol, Sad Sporting Clube de Portugal-Futebol, Sad
7000 - Utilities	EDP Renováveis, S.A.
8000 - Financeiro	Banco BPI, S.A. Banco Comercial Português, S.A. Banco Espírito Santo, S.A. Banco Santander Totta, S.A. Banif - Banco Internacional do Funchal, SA Espírito Santo Financial SGPS,S.A. Espírito Santo Financial Nominal Montepio Geral Nexponor-Sicafi, S.A. Sonae Capital, SGPS, S.A.
9000 - Tecnologia	ISA - Intelligent Sensing Anywhere, S.A.
9000 - Tecnologia	ISA - Intelligent Sensing Anywhere, S.A.

Fonte: Elaboração própria a partir de: [http:// www.euronext.com](http://www.euronext.com)

## APÊNDICE 2 – TESTES DE ROBUSTEZ DO MODELO RESULTADO INTEGRAL

### 1) Teste *Reset* (adequabilidade de uma forma funcional)

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of Res\_Integral

Ho: model has no omitted variables

F(3, 203) = 0.05  
Prob > F = 0.9865

### 2) Teste LM de Breusch-Pagan (Não rejeição do modelo *pooled versus* efeitos aleatórios)

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

Res\_Integral[nr,t] = Xb + u[nr] + e[nr,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
Res_Int~l	262246.2	512.0998
e	108188	328.9194
u	4296.261	65.54587

Test: Var(u) = 0

$\chi^2_{(0.01)} = 0.01$   
Prob >  $\chi^2 = 0.4636$

### 3) Teste F (Não rejeição do modelo *pooled versus* efeitos fixos)

sigma_u	143.20263	
sigma_e	328.91944	
rho	.1593457	(fraction of variance due to u_i)

F test that all u\_i=0: F(35, 171) = 0.96 Prob > F = 0.5345

### 4) Teste modificado de Wald (heterocedasticidade)

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

$\chi^2(36) = 3.7e+12$   
Prob> $\chi^2 = 0.0000$

### 5) Teste de autocorrelação de Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 35) = 8954.195

Prob > F = 0.0000

### 6) Correlações (*r de pearson*)

	Res_In~l	ebit	Res_fin	res_co~l	jv_der~t	var_im~s	outras~p
Res_Integral	1.0000						
ebit	0.3783*	1.0000					
Res_fin	0.1748*	0.7773*	1.0000				
res_conv_c~l	-0.0336	-0.1879*	-0.3005*	1.0000			
jv_deriv_c~t	0.0363	-0.2226*	-0.2401*	0.2999*	1.0000		
var_imp_di~s	-0.0441	-0.0367	0.0751	0.1676*	-0.2915*	1.0000	
outras_var~p	-0.2407*	-0.1429*	-0.2430*	0.1154	0.0969	-0.7735*	1.0000
invest_fin~a	0.0560	-0.1047	-0.0844	0.2938*	0.6807*	-0.2381*	-0.0524
res_reaval~p	0.5803*	0.0267	0.0358	-0.3293*	0.0535	0.0019	-0.3889*
Impostos	-0.5161*	0.1804*	0.1257	0.3374*	0.0002	-0.0351	0.4001*
	invest~a	res_re~p	Impostos				
invest_fin~a	1.0000						
res_reaval~p	0.0227	1.0000					
Impostos	-0.0118	-0.9216*	1.0000				

### APÊNDICE 3 – TESTES DE ROBUSTEZ DO MODELO VALOR DE MERCADO

#### 1) Teste *Reset* (adequabilidade de uma forma funcional)

```
Ramsey RESET test using powers of the fitted values of log_Mark_value_1T
Ho: model has no omitted variables
      F(3, 200) =      1.44
      Prob > F =      0.2332
```

#### 2) Teste LM de Breusch-Pagan (Rejeição do modelo *pooled versus* efeitos aleatórios)

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\log\_Mark\_value\_1T[nr,t] = Xb + u[nr] + e[nr,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
log_Ma~1T	4.152251	2.037707
e	.2081396	.4562232
u	.2820101	.5310462

Test: Var(u) = 0

```
      chibar2(01) =      142.59
      Prob > chibar2 =      0.0000
```

#### 3) Teste F (rejeição do modelo *pooled versus* efeitos fixos)

```
> —
      sigma_u | .76082288
      sigma_e | .45622319
      rho     | .73552482 (fraction of variance due to u_i)
      —————
> —
F test that all u_i=0:      F(35, 168) =      8.92      Prob > F = 0.0000
```

#### 4) Teste de Hausman (opção entre modelo efeitos fixos e aleatórios)

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
      chi2(11) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              =      17.36
      Prob>chi2 =      0.0977
      (V_b-V_B is not positive definite)
```

## 5) Teste modificado de Wald (heterocedasticidade)

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all  $i$

chi2 (36) = 6623.33  
Prob>chi2 = 0.0000

## 6) Teste de autocorrelação de Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 35) = 31.018  
Prob > F = 0.0000

7) Correlações (*r de pearson*)

	log_M~lT	ebit	Res_fi~c	Impostos	outr_ori	rsrv_c~b	reser_~v
log_Mark_~lT	1.0000						
ebit	0.6363*	1.0000					
Res_financ	0.4333*	0.7773*	1.0000				
Impostos	0.0127	-0.1070	-0.0627	1.0000			
outr_ori	-0.0882	-0.1429*	-0.2430*	-0.4062*	1.0000		
rsrv_cnv_cmb	-0.1665*	-0.1879*	-0.3005*	-0.3567*	0.1154	1.0000	
reser_reav	0.1071	0.0267	0.0358	0.9277*	-0.3889*	-0.3293*	1.0000
reser_cobert	-0.0323	-0.0153	0.0287	0.0803	0.0091	-0.0647	-0.0280
var_imp_dif	-0.0468	-0.0367	0.0751	0.0236	-0.7735*	0.1676*	0.0019
log_ativo	0.9068*	0.6715*	0.5650*	0.0069	-0.1197	-0.1986*	0.1009
pas_total	0.5864*	0.9690*	0.7891*	-0.0454	-0.2177*	-0.2489*	0.0616
Setor_N_trab	0.3438*	0.3872*	0.4208*	-0.1097	-0.1385*	-0.0486	-0.0017
jv_inv_dis~a	-0.0228	-0.1047	-0.0844	-0.0010	-0.0524	0.2938*	0.0227
	reser_~t	var_im~f	log_at~o	pas_to~l	Setor_~b	jv_inv~a	
reser_cobert	1.0000						
var_imp_dif	-0.0998	1.0000					
log_ativo	-0.0483	-0.0358	1.0000				
pas_total	-0.0327	-0.0090	0.6678*	1.0000			
Setor_N_trab	-0.0491	0.0729	0.4896*	0.3917*	1.0000		
jv_inv_dis~a	0.2342*	-0.2381*	-0.0192	-0.0699	-0.0065	1.0000	